

**UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

LUIZ FERNANDO DE MELLO

**AVALIAÇÃO DA RENTABILIDADE DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES
DECORRENTE DA ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS BASEADA NA
ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: UM ESTUDO LONGITUDINAL EM DUAS
CARTEIRAS**

**PIRACICABA
2013**

LUIZ FERNANDO DE MELLO

**AVALIAÇÃO DA RENTABILIDADE DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES
DECORRENTE DA ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS BASEADA NA
ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: UM ESTUDO LONGITUDINAL EM DUAS
CARTEIRAS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração Profissional em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração.

Campo de conhecimento:
Estudos Organizacionais

Orientador: Prof. Dr. Clóvis Luís Padoveze

PIRACICABA
2013

P124a Mello, Luiz Fernando de.

Avaliação da rentabilidade de investimentos em ações decorrente da estratégia de investimentos baseada na análise fundamentalista: um estudo longitudinal em duas carteiras / Luiz Fernando de Mello. – Piracicaba, SP: [s.n.], 2013.

124 f. ; il.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios / Programa de Pós-Graduação em Administração - Universidade Metodista de Piracicaba, 2013.

Orientador: Dr. Clóvis Luis Padoveze.

Inclui Bibliografia

1. Estratégias de Investimento. 2. Finanças Comportamentais. 3. Bovespa. I. Padoveze, Clóvis Luis. II. Universidade Metodista de Piracicaba. III Título.

LUIZ FERNANDO DE MELLO

**AVALIAÇÃO DA RENTABILIDADE DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES
DECORRENTE DA ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS BASEADA NA
ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: UM ESTUDO LONGITUDINAL EM DUAS
CARTEIRAS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração.

Campo de Conhecimento:
Estudos Organizacionais

Data de aprovação:

___/___/___

Banca examinadora:

Prof. Dr. Clóvis Luís Padoveze
(orientador)
Universidade Metodista de
Piracicaba

Prof. Dra. Eliciane Maria da Silva
Universidade Metodista de
Piracicaba

Prof. Dr. André Ricardo Ponce dos
Santos
Centro Universitário Católico
Salesiano Auxilium

DEDICATÓRIA

A meus pais, por toda dedicação e pelo incentivo aos estudos desde muito cedo.

A Vilma, minha esposa, e Luiz Fernando, meu filho, pelo apoio, compreensão e amor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus, por todas as bênçãos incríveis que tem me concedido durante a minha vida.

Ao Prof. Dr. Antônio Carlos Giuliani, por ser um exemplo de dedicação ao que faz.

Ao meu orientador Prof. Dr. Clóvis Luís Padoveze, pelo apoio e incentivo, dedicando especial atenção ao desenvolvimento deste trabalho, não poupando esforços e contribuições.

Aos professores e pesquisadores que contribuíram de forma significativa com o trabalho e meu desenvolvimento acadêmico: Prof^a. Dr^a. Silvia Helena, Prof. Dr. Mario Sacomano e em especial a Prof^a. Dr^a. Eliciane Maria da Silva que aceitou participar da minha banca de qualificação e, com suas sábias contribuições me conduziram para o desenvolvimento e conclusão deste trabalho.

Às colegas da Secretaria, sempre tão dedicadas à ajudar.

Aos colegas de mestrado, sempre com uma palavra amiga e de incentivo.

À todos os professores do mestrado, que com competência e sabedoria enriquecem esse curso.

EPÍGRAFE

Nada melhor do que escrever para forçá-lo
a pensar e organizar seus pensamentos.

Warren Buffett

RESUMO

Este trabalho objetivou o estudo da rentabilidade do investimento em ações, também chamado de renda variável, utilizando os conceitos da escola fundamentalista, considerando uma amostragem de ações de empresas que foram classificadas em dois conjuntos, formando duas carteiras de ações. As carteiras de ações foram classificadas em dois tipos, considerando o retorno delas em relação à média do mercado. Uma carteira foi composta por ações classificadas como cíclicas e outra carteira foi composta por ações classificadas como defensivas. O trabalho objetivou mostrar que os investimentos de renda variável desses dois conjuntos de ações, mesmo considerando suas características diferenciadoras, tem rentabilidade que supera a inflação do período, os retornos de investimentos em renda fixa, bem como o índice da BOVESPA. A metodologia utilizada no trabalho é caracterizada como positivista. Foi feito um estudo longitudinal, com corte transversal de dez anos de coleta de dados até dezembro de 2010, de duas carteiras de ações, uma de ações cíclicas outra de ações defensivas. Nas duas carteiras foram usadas ações do índice BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, por serem ações de alta liquidez. Foi confirmado de que a renda variável no longo prazo, para períodos acima de dez anos, são mais rentáveis do que os investimentos em renda fixa, que também inclui a inflação, bem como superior ao índice BOVESPA nos períodos analisados.

Palavras-chave: Estratégias de Investimento; Precificação; Finanças Comportamentais; Estudo de Caso; Bovespa.

ABSTRACT

This work aimed to study the profitability of investment in shares, also called equities, using the concepts of fundamentalist school, considering a sampling of stocks of companies that were classified into two groups, forming two portfolios. The portfolios were classified into two types, considering their return relative to the market average. A portfolio was comprised of shares classified as cyclical and other portfolio was comprised of shares classified as defensive. The study aimed to show that the equity portfolios of these two sets of actions, even considering its distinguishing characteristics, has return that exceeds inflation in the period, the returns of fixed income investments, as well as the Bovespa index. The methodology used in this study is characterized as positivist. We conducted a longitudinal study with cross-sectional ten years of data collection until December 2010, two portfolios, a cyclical stocks and other defensive stocks. In the two portfolios were used shares of BOVESPA index, Bolsa de Valores de Sao Paulo because they are marketable stocks. It was confirmed that the equities in the long run, for periods up to ten years, are more profitable than investments in fixed income, which also includes inflation, and higher than the BOVESPA index in the analyzed periods.

Keywords: Investment Strategies, Pricing, Behavioral Finance; Case Study; Bovespa.

LISTA DE TABELAS

	Pag.
Tabela 1: Fluxo de caixa do acionista do restaurante.....	59
Tabela 2: Análise por múltiplos – empresas comparáveis	66
Tabela 3: Balanço patrimonial consolidado da Cyrela S.A. - - Ativo	76
Tabela 4: Balanço patrimonial consolidado da Cyrela S.A. – - Passivo	77
Tabela 5: Demonstrações dos resultados da Cyrela S.A.....	78
Tabela 6: Análise do desempenho econômico da Cyrela S.A.....	79
Tabela 7: Análise da situação financeira da Cyrela S.A.....	79
Tabela 8: Análise do endividamento & risco de inadimplência da Cyrela S.A.....	80
Tabela 9: Receitas projetadas da Cyrela S.A.....	81
Tabela 10: Margem de lucro projetado da Cyrela S.A.	81
Tabela 11: Custo de capital projetado da Cyrela S.A.....	82
Tabela12: Fluxo de caixa descontado projetado da Cyrela S.A.....	82
Tabela13: Calculo do valor justo da ação da Cyrela S.A.	82

Tabela14: Ações cíclicas x IBOV x Selic x IPCA I – fonte Economatica.....	114
Tabela15: Ações cíclicas x IBOV x Selic x IPCA II – fonte Economatica.....	114
Tabela16: Rentabilidade das Ações Cíclicas – fonte Economatica.....	115
Tabela17: Ações defensivas x IBOV x Selic x IPCA I – fonte Economatica.....	117
Tabela18: Ações defensivas x IBOV x Selic x IPCA II – fonte Economatica.....	118
Tabela19: Rentabilidade das Ações Defensivas – fonte Economatica.....	118

LISTA DE QUADROS

	Pag.
Quadro 1: Fórmula do fluxo de caixa descontado.....	58
Quadro 2: Fórmula do fluxo de caixa descontado do acionista.....	62
Quadro 3: Fórmula do custo de capital dos acionistas (K_e).....	73
Quadro 4: Fórmula do custo de capital da empresa	73
Quadro 5: Fórmula do cálculo do valor terminal das empresas.....	74

LISTA DE FIGURAS

	Pag.
Figura 1: Candlesticks - Gráfico do Martelo.....	39
Figura 2: Candlesticks - Gráfico do Enforcado.....	40
Figura 3: Candlesticks - Gráfico da Estrela da Noite.....	41
Figura 4: Candlesticks - Gráfico da Estrela Doji.....	42
Figura 5: Candlesticks - Gráfico da Tempestade à Vista.....	43

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- B - Beta (índice estatístico de risco)
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
- BTOW3 – Código na Bovespa da empresa B2W Varejo S.A.
- CMIG4 – Código na Bovespa da empresa Cemig S.A.
- BP - Balanço patrimonial
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- DFC - Demonstração dos fluxos de caixa
- DCF - *Discount cash flow*
- D/E - Dívida / Patrimônio Líquido
- D/(D+E) - Dívida / (Dívida + Patrimônio Líquido)
- DRE - Demonstração de resultado do exercício
- EBIT - *Earning before interest tax*
- ENBR3 - Código na Bovespa da empresa Embraer S.A.
- EV/EBTIDA - índice *enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*
- FCFE - *Free cash flow to equity*
- GGBR4 - Código na Bovespa da empresa Gerdau S.A.
- IPO - *Initial public offering*
- Ke - *Cost of equity*
- MRVE3 - Código na Bovespa da empresa MRV Engenharia S.A.
- OCO - Ombro cabeça ombro
- OCOI - Ombro cabeça ombro invertido
- P/E – índice preço por lucro
- P/L - índice preço por lucro
- P/VC - índice preço por valor contábil
- P/BV - índice *price/book value*
- ROA - Retorno sobre o ativo total
- ROE - Retorno sobre o patrimônio líquido
- ROCI - Retorno sobre o capital investido
- WACC - Custo médio ponderado de capital

SUMÁRIO

	Pag.
1. INTRODUÇÃO.....	17
1.1 Problema de pesquisa.....	20
1.2 Objetivo principal.....	21
1.3 Objetivos secundários	21
1.4 Hipóteses	22
1.5 Justificativa e relevância	22
1.6 Estrutura geral de organização do trabalho	23
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	25
2.1 Classificações e tipos de ações	26
2.2 Técnicas de avaliação de ações – análise técnica.....	35
2.3 Técnicas de avaliação de ações – análise fundamentalista	43
2.3.1 Os filtros de Benjamin Graham	46
2.3.2 A distribuição de dividendos	48
2.3.3 As lições de Aswath Damodaran	50
2.3.4 Análise técnica versus análise fundamentalista.....	54
2.4 Métodos de avaliação de empresas(valuation)	55
2.4.1 Método fluxo de caixa descontado.....	57
2.4.2 Avaliação relativa	63
2.4.3 Roteiro para avaliação	66
2.4.4 Estudo de caso – avaliação da Cyrela S.A.	74
2.4.5 Recomendação.....	83
2.5 Finanças comportamentais	83
2.5.1 Excesso de confiança	87
2.5.2 Satisfação e arrependimento	88
2.5.3 Considerações sobre o passado	89
2.5.4 Contabilidade mental	90
2.5.5 Formação de carteira de ações	91
2.5.6 Emoção e decisões de investimento	91
2.5.7 Autocontrole e tomada de decisões	92

2.6 Os grandes investidores	94
2.6.1 George Soros	94
2.6.2 Warren Buffett & Charles Munger.....	97
2.7 O guia de sucesso de Jeremy Siegel.....	104
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	107
3.1 Método de coleta de dados.....	107
3.2 Carteira de ações cíclicas	111
3.3 Carteira de ações defensivas	111
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	112
4.1 Carteira de ações cíclicas	112
4.2 Carteira de ações defensivas	115
5. CONCLUSÕES.....	120
-- REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	122

I. INTRODUÇÃO

O preço de negociação de uma ação num determinado momento decorre da avaliação econômica da média da variação de seu valor das expectativas dos possíveis compradores do papel, que alcança um preço de equilíbrio em relação à média dos preços desejados dos atuais detentores do investimento.

“O que faz uma ação subir ou cair no curto prazo é a lei da oferta e da procura; no longo prazo, são os fundamentos e perspectivas. Entendendo que a decisão de se tornar sócio de uma empresa deve visar o longo prazo, a análise fundamentalista parece ser o melhor caminho para se encontrar o preço justo de uma ação.” (GODOY, 2007, p.69).

Os potenciais compradores ou investidores querem um ganho, uma rentabilidade futura. O mercado classifica os analistas de investimentos em dois principais grupos: os fundamentalistas e os grafistas.

“Os analistas técnicos, ou grafistas como às vezes são chamados, estão em nítido contraste com os analistas fundamentalistas, que usam variáveis como dividendos, lucros, e os valores contábeis para prever retornos das ações. Grafistas ignoram essas variáveis fundamentais, sustentando que a informação útil pode ser adquirida através da análise de padrões de preços passados. Esses padrões tendem a se repetir e são o resultado da psicologia de mercado ou preços não usuais causados por operadores bem informados. Se esses padrões são lidos corretamente, dizem os grafistas, os investidores podem usá-los para superar o mercado ou participar também nos ganhos daqueles que estão mais informados sobre as perspectivas de uma ação.” (SIEGEL, 2008, p.290, tradução nossa).

Para os fundamentalistas o valor da ação é função do fluxo de caixa futuro previsto para a empresa emissora, que, por sua vez, decorre dos lucros futuros projetados e dos novos investimentos esperados. Desse modo, depende do futuro, isto é, de projetar o futuro. Para tanto, os analistas adotam técnicas para utilizar toda a informação disponível a respeito da empresa e da economia em geral com a finalidade de realizar as previsões.

Benjamin Graham é considerado o pai da análise fundamentalista. Ele recebeu essa distinção porque “antes dele, a área de análise financeira não existia e, depois dele, foi como ela passou a ser chamada”(HAGSTROM, 2008, p. 38). Seus dois trabalhos mais famosos são *Security Analysis*, em co-autoria com *David Dodd* e publicado em 1934; e o *Investidor Inteligente*, publicado em 1949.

Mesmo reconhecendo a importância da análise técnica para decisões de curto ou curtíssimo prazo, impõe-se a análise fundamentalista para qualquer investidor e qualquer empresa emissora, porque qualquer investimento em empresas, parte da premissa que esta não terá fim predefinido, e estará continuamente operando no mercado.

“Eu compro negócios, não ações, mas negócios que eu estou disposto a manter para sempre. Warren Buffett, 1998”. (HAGSTROM, 2008, p.80).

Para o investidor aplicar em Bolsa de Valores, ele sempre tem que ter em mente que o risco é sinônimo de oportunidade, como em qualquer outro tipo de investimento. Em tese, não deveria se preocupar com a volatilidade do preço das ações no curto prazo. Deve encarar como natural que os fatores econômicos, políticos e específicos das empresas afetem o valor das empresas e não se incomoda com isso no curto prazo.

Também, em princípio, o investidor busca um retorno superior ao da taxa de juros básica de mercado. Diversifica seus investimentos e mantém parte de sua carteira em ações. Entende-se que essa estratégia permite aumentar o retorno potencial da carteira assumindo nível de risco aceitável para o seu perfil e objetivos de investimento.

Um investidor com conhecimento profundo do mercado acionário, objetiva ficar longe do “efeito manada”. Não entra na bolsa quando a maioria dos investidores está entrando, nem sai quando a maioria está saindo. Pelo contrário, entra quando os preços estão em baixa (hora de comprar) e sai quando os preços subiram demais (hora de vender).

Este mesmo investidor procura se informar sobre a economia, os setores com melhores perspectivas no momento, as empresas que se destacam nesse contexto. O bom investidor não ganha todas, mas acerta mais do que erra.

“O conhecimento amplo dos conceitos e técnicas de finanças não é, de per si, uma garantia de sucesso de um investidor. Os erros mais comuns, e que afetam a riqueza do investidor, ocorrem quando predisposições psicológicas atuam sobre as decisões financeiras, Assaf Neto”. (FERREIRA, 2011, p. XIII).

A grande volatilidade da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) comparando com as outras bolsas de valores do mundo, como a *Dow Jones* nos Estados Unidos, é um agravante para a entrada e a saída em manada dos investidores pessoas físicas.

Como exemplo pode-se citar a volatilidade da Bovespa. Em quatro anos, entre dezembro de 2003 e dezembro de 2007, o índice *Dow Jones* estava em 10.453, e o índice Bovespa valia 22.236. Em dezembro de 2007, o índice *Dow Jones* estava valendo 13.264, e o índice Bovespa estava em 63.886. Em números percentuais o índice *Dow Jones* variou aproximadamente 27%, enquanto o índice Bovespa variou aproximadamente 187%.

Em seis meses do ano de 2011, em março o índice *Dow Jones* estava em 12.319, e o índice Bovespa valia 68.586. Em setembro o índice *Dow Jones* estava em 10.813, enquanto o índice Bovespa valia 52.324. Em números percentuais o índice *Dow Jones* variou aproximadamente -12%, enquanto o índice Bovespa variou aproximadamente -24%.

O presente trabalho tem como objetivo principal discutir o investimento em ações, também chamado de renda variável, e cuja rentabilidade pode superar aos outros investimentos, como por exemplo, renda fixa, imóveis, ouro, etc.

A estratégia que será apresentada será a análise fundamentalista para carteira de ações. Será focado também o aspecto comportamental dos investidores.

Serão apresentadas duas carteiras de ações, uma com ações cíclicas, a outra com ações defensivas.

1.1 Problema de Pesquisa

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas-- as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas -- debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “comercial papers” – , que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

A medida que cresce o nível da poupança, maior é a disponibilidade para investir. A poupança individual e a poupança das empresas (lucros) constituem a fonte principal do financiamento dos investimentos de um país. Tais investimentos são o motor do crescimento econômico e este, por sua vez, gera aumento de renda, com conseqüente aumento da poupança e do investimento, e assim por diante.

O investidor em ações contribui assim para a produção de bens, dos quais ele também é consumidor. Como acionista, ele é sócio da empresa e se beneficia da distribuição de dividendos sempre que a empresa obtiver lucros. Essa é a mecânica da democratização do capital de uma empresa e da participação em seus lucros.

Qualquer investidor tem como referência o retorno financeiro do investimento. A parametrização do retorno do investimento é o seu custo de oportunidade de capital. Denominam-se custo de oportunidade do capital as alternativas que o

investidor tem para investir. Quando um investidor decide por determinado investimento (ativo, ação, poupança) ele abandona outras possibilidades.

O abandono das outras possibilidades de investimento, com suas respectivas rentabilidade esperadas, torna-se o referencial para avaliar o desempenho do investimento escolhido. Sempre que ganhar mais do que as alternativas abandonadas, o investidor se sentirá recompensado adequadamente. Se ganhar menos do que a rentabilidade das alternativas abandonadas, terá a sensação de destruição parcial de seu patrimônio.

Desta maneira, todo investidor procura cercar-se de modelos, critérios, e métodos de avaliação de investimentos, que permitam otimizar a rentabilidade de seus recursos financeiros.

Essa pesquisa, por meio de um estudo longitudinal, tem por objetivo responder à questão: é possível obter retornos excedentes à média do mercado financeiro com aplicações em ações, de empresas com bons fundamentos, para períodos de longo prazo, utilizando-se a análise fundamentalista para a identificação de boas oportunidades de investimento no mercado de capitais brasileiro?

1.2 Objetivo Principal

Tem-se como objetivo principal do presente trabalho avaliar a eficácia do modelo de análise fundamentalista para manutenção de carteiras de ações por longo período.

1.3 Objetivos Secundários

Para se chegar ao objetivo principal, os seguintes objetivos secundários são estabelecidos:

- a) Avaliar o modelo de análise fundamentalista para carteiras de ações cíclicas e para carteiras de ações defensivas mantidas por longo período.

- b) mostrar algumas das principais características dos investimentos em ações, como por exemplo, o aspecto comportamental, e dentro dele, o comportamento de investidores já consagrados no mercado.

1.4 Hipóteses

Hipótese 1: A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de capitais (índice Bovespa).

Hipótese 2: A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos índices de inflação (IPCA).

Hipótese 3: A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de renda fixa, representado pelo CDI.

1.5 Justificativa e relevância

O tema em estudo é de interesse para a prática de Análise Fundamentalista e Avaliação de Empresas no sentido de como devem ser entendidos a análise dos fundamentos das empresas e da ação que esta sendo avaliada.

Nos países desenvolvidos as bolsas de valores são uma importante ferramenta de estímulo ao desenvolvimento econômico. Porém, no Brasil ainda estamos em fase de crescimento em mercado de capitais.

Sempre se teve no país o governo pagando altas taxas de juros, pela constante necessidade de financiamento para fechar as contas públicas. Isto pode ser verificado pelo pequeno número de investidores no mercado de ações de 583 mil em 2011, comparando com o mercado acionário dos EUA.

Jacobe (2011) cita que oitenta e sete por cento dos americanos de alta renda, aqueles que ganham US \$ 75.000 ou mais por ano, têm ações, assim como 83% dos pós-graduados e 73% dos recém-formados. Sessenta e quatro por cento dos republicanos possuem ações, em comparação com a metade dos democratas e independentes.

Com referencia a rentabilidade dos ativos de renda variável no mercado de capitais, estrategistas do mercado tem difundido suas ideias ao longo dos tempos que ela é superior ao da renda fixa, inclusive no Brasil, o que é um fato. Como exemplo, podemos ver na rentabilidade acumulada nos últimos dez anos de 2000 a 2010 de 354% (fonte - Economatica).

A adoção do modelo da análise fundamentalista permite desmistificar as formas aleatórias e impulsivas de se investir e desinvestir em bolsa de valores, controlando as emoções, evitando tanto a ganância quanto o medo, e buscando chegar a um equilíbrio para a uma carteira de ações.

Nesse sentido, um trabalho buscando mostrar as vantagens da utilização da análise fundamentalista, e sua comparação com outras opções de investimentos, apresenta-se como uma contribuição relevante.

1.6 Estrutura Geral de Organização do Trabalho

O presente trabalho divide-se em 5 capítulos, divididos da seguinte forma:

O primeiro capítulo apresenta uma introdução do tema e sua importância, objetivo geral e objetivos específicos, as hipóteses, o problema de pesquisa, justificativa da pesquisa e a estrutura geral do trabalho.

O segundo capítulo aborda a contextualização com os conceitos de mercado de capitais utilizados ao longo da pesquisa.

O terceiro capítulo, é apresentada a metodologia utilizada para o desenvolvimento da pesquisa, estratégia para a coleta e análise dos dados.

O quarto capítulo apresenta o estudo de caso de duas carteiras de ações, montadas com ações de firmas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e os resultados obtidos.

O quinto capítulo aborda as considerações finais, limitações da pesquisa e sugestão de pesquisas futuras.

Finalizando, indica-se toda a referência bibliográfica utilizada.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Pinheiro (2012) menciona que ao fazer um investimento em renda fixa, que no Brasil tem como ponto de referencia CDI, está-se comprando um título de dívida. Trata-se de um contrato por meio do qual se empresta dinheiro ao emissor do papel que, em troca, lhe paga quantias fixas a intervalos regulares, que são o pagamento de juros, até uma data específica, a data do vencimento do papel, quando então é feito um pagamento final, o resgate do título.

A aquisição de títulos de renda fixa é um tipo de investimento em títulos emitidos pelo governo ou por uma empresa, com direito ao recebimento de juros.

De acordo com Pinheiro (2012), as ações são títulos de participação negociáveis, que representam parte do capital social de uma sociedade anônima, que confere ao seu possuidor o direito de participação nos resultados da mesma. Podem ser consideradas como um certificado ou título de propriedade, representativo das partes do capital social de uma sociedade econômica. O acionista é, portanto, proprietário de uma parcela da empresa, correspondente ao número de ações que possui.

Os ativos de renda variável são aqueles em que não há um conhecimento prévio dos rendimentos futuros e o valor de resgate pode assumir valores superiores, iguais ou inferiores ao valor aplicado.

Os ativos de renda fixa tendem a ter menos risco financeiro, que se caracteriza pela variabilidade da renda a ser obtida em relação à renda esperada. Já os ativos de renda variável, pela maior dificuldade de se prever o futuro de seus rendimentos, tem maior risco financeiro.

Por outro lado, exatamente em função da maior possibilidade de variabilidade dos rendimentos, os ativos de renda variável permitem obter maior retorno do que os ativos de renda fixa.

2.1 Classificações e Tipos de Ações

Uma ação é a menor parte do capital de uma sociedade anônima ou companhia. Seu número e valor nominal são definidos pelos estatutos da empresa. Se uma empresa tem um capital social de R\$ 500.000,00 (valor subscrito e integralizado pelos sócios), representado por 500.000 ações, uma ação corresponde a 1% do total, ou seja, tem o valor de R\$ 1,00.

Uma empresa de capital aberto tem um número mínimo de acionistas, e suas ações são negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários, sendo necessário para tanto um registro prévio na CVM, que deverá autorizar qualquer emissão de novos papéis.

Uma empresa de capital fechado, muito comuns em empresas familiares, não tem um número mínimo de acionistas, e suas ações não circulam no mercado de valores mobiliários. Como não é um papel em poder do público, não existe a necessidade de registro na CVM.

Todas as ações negociadas atualmente no Brasil são nominativas ou escriturais. Quanto as suas características, podem ser classificadas em duas categorias: as ordinárias e as preferenciais.

Ações ordinárias (ON): são ações que garantem a seu possuidor o direito a voto nas assembleias dos acionistas, onde cada ação ordinária equivale a um voto. Nessas assembleias, são aprovados o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício. Também é definido em assembleia o destino dos resultados da companhia e é realizada a eleição dos membros do Conselho de Administração da Empresa.

“As características dos direitos gerais de um acionista ordinário são relativamente uniformes em muitos aspectos e estão estabelecidas por leis. As mais importantes são:

- adotar e corrigir o estatuto da companhia;
- eleger a junta de dirigentes;
- autorizar a fusão com outra companhia;
- autorizar a venda do ativo fixo ou imobilizado;
- mudar a quantia autorizada das ações ordinárias;

- autorizar a emissão de ações preferenciais, debêntures e outros tipos de títulos.

As decisões das companhias são tomadas pelo voto de seus acionistas. Os votos são emitidos em reuniões de acionistas denominadas assembleias gerais.” (PINHEIRO, 2012, p. 215).

Conforme a lei das S. A. (lei nº 10.303), as empresas que forem criadas a partir de outubro de 2001 deverão ter pelos menos 50% de ações ordinárias e os minoritários passam a ter *tag-along*, que dá o direito ao investidor de receber 80% do preço de transferência do controle da empresa, caso isso aconteça.

Ações Preferenciais (PN): recebem esse nome as ações que garantem a preferência a seu detentor no recebimento de dividendos em relação às ações ordinárias. Também possuem a preferência do recebimento do reembolso do capital no caso de liquidação da empresa.

A desvantagem com relação as ações ordinárias é que as ações preferenciais não garantem a seu possuidor o direito a voto nas assembleias dos acionistas. Entretanto, caso não haja distribuição de resultados por três exercícios consecutivos, as ações preferenciais adquirem o direito a voto nessas assembleias.

Segundo a reforma da lei nº 10.303, só poderão ser negociadas ações preferenciais no mercado de valores mobiliários se a esse tipo de ação for atribuída pelo menos uma das seguintes vantagens:

1. Prioridade de dividendo em relação às ações ordinárias, correspondentes a pelo menos 3% do patrimônio líquido da ação.
2. *Tag-along* como o das ações ordinárias.
3. Dividendos 10% superiores aos atribuídos às ações ordinárias.

Da ótica dos investidores, Lynch (2011) classifica as ações em seis tipos diferentes, que ele acredita que essas seis categorias abrangem todas as distinções significativas que qualquer investidor tenha que fazer. A seguir as seis categorias gerais:

(a) As ações de Crescimento Lento: normalmente, espera-se que empresas grandes e já há muito estabelecidas cresçam apenas um pouco acima da taxa de crescimento do PIB. As Ações de Crescimento Lento, porém, não começaram dessa forma. Elas inicialmente tinham um crescimento rápido e, eventualmente, exauriram-se.

Cedo ou tarde, qualquer setor da economia de alto crescimento popular se torna um setor de crescimento lento, e numerosos analistas e previsores são enganados. Há sempre uma tendência a se pensar que as coisas nunca mudarão, mas, inevitavelmente, elas irão.

Outro sinal definitivo de um crescimento lento é o de que essa ação realiza pagamentos de dividendos regular e generosamente. Essas empresas pagam dividendos generosos quando não conseguem imaginar novas formas de usar o dinheiro para expandir o negócio.

Para um investidor, que pretenda ganhar dinheiro com a compra e a venda de ações, isto é, com o ganho de capital não encontrará muitas dessas ações com crescimento de 2% a 4% em seu portfólio.

Pois, se as empresas não estão indo a lugar algum de forma rápida, o mesmo se passa com o preço de suas ações. Se o crescimento dos lucros é aquilo que enriquece uma empresa, então qual é o sentido de perder tempo com empresas preguiçosas?

(b) As ações Confiáveis: ações de empresas confiáveis são as da, por exemplo, Coca-Cola, Procter & Gamble, Ralston Purina e Colgate-Palmolive.

Esses gigantes multibilionários não são exatamente companhias ágeis, mas eles têm um crescimento mais veloz que as empresas de crescimento lento. Quando se investe em empresas de Ações

Confiáveis, o investidor está com um crescimento dos rendimentos situados entre 10% a 12% ao ano.

Dependendo do momento em que as compra e do preço pelo qual o faz, o investidor pode obter um ganho mensurável com as Ações Confiáveis. As ações Confiáveis são ações de empresas que os investidores devem ter em seu portfólio de ações, para obter um ganho de 30% a 50%, posteriormente vendê-las e repetir o processo com ações similares que ainda não se valorizaram.

Os investidores devem sempre manter algumas Ações Confiáveis em seu portfólio, pois elas oferecem ótima proteção durante períodos de recessão e depressão econômica.

Em geral, Coca-Cola, Kellogg's e Ralston Purina são bons amigos em uma crise. O investidor sabe que essas empresas não irão à falência e que, logo depois, serão reavaliadas e seu valor será restaurado.

(c) As Ações de Crescimento Rápido: para os investidores essas ações deveriam estar entre as preferidas: novos empreendimentos, pequenos e agressivos, que crescem de 20% a 25% por ano. Se o investidor escolher sabiamente, esse tipo de ação será o paraíso para se dobrar o capital investido em pouco tempo.

Com um pequeno portfólio, com uma ou duas dessas ações podem fazer a carreira de um investidor. Uma empresa com rápido crescimento não necessariamente tem de pertencer a um setor de rápida expansão. Tudo de que precisam é apenas espaço para que possam se expandir em um setor de crescimento lento.

O setor de cervejas, por exemplo, é um setor de crescimento lento, mas a Anheuser-Busch tem sido uma empresa de crescimento rápido, por meio da conquista de participação de mercado e da sedução de

consumidores de marcas rivais para que passem a consumir a sua própria marca.

Há muitos riscos com as Ações de Rápido Crescimento, especialmente entre as empresas mais jovens, que tendem a ser excessivamente entusiasmadas e mal financiadas.

Quando uma empresa mal financiada tem problemas financeiros, isso normalmente acaba em falência. Além disso, o mercado não vê com bons olhos as empresas de rápido crescimento que perdem seu impulso inicial e se tornam empresas de crescimento lento. Quando isso ocorre, as suas ações são castigadas.

Mas enquanto forem capazes de manter o ritmo, as empresas de rápido crescimento serão as grandes vencedoras do mercado de ações. O investidor deve procurar aquelas que possuem bons balanços contábeis e que estejam obtendo lucros substanciais. O truque é descobrir quando deixarão de crescer e quanto pagar pelo seu crescimento.

(d) As ações cíclicas: uma empresa cíclica é aquela cujas vendas e lucros aumentam e diminuem de maneira regular ou completamente previsível. Em um setor de crescimento, os negócios continuam em expansão, mas, em um setor cíclico, eles se expandem e se contraem repetidas vezes.

As empresas de automóveis, aéreas, de pneus, de aço e químicas são cíclicas. Mesmo as empresas defensivas se comportam como cíclicas, uma vez que seus lucros aumentam e diminuem em razão das políticas adotadas, pelas diversas administrações.

As ações de empresas cíclicas são as mais incompreendidas entre todos os tipos de ações. É aqui que o investidor desavisado é mais

facilmente separado de seu dinheiro, e isso ocorre até com ações que ele considerava seguras.

Como as grandes Ações Cíclicas pertencem a empresas grandes e bem conhecidas, elas normalmente são agrupadas com as Ações Confiáveis. Uma vez que a Ford é uma *blue chip*, alguém poderia presumir que ela se comportará da mesma forma que a Bristol-Myers, outra *blue chip*.

Mas isso não poderia estar mais distante da realidade. As ações da Ford flutuam abruptamente, à medida que a empresa alternadamente perde bilhões de dólares em recessões e ganha bilhões de dólares em períodos de prosperidade.

Se uma Ação Confiável como a Bristol-Myers pode perder metade de seu valor em um momento ruim do mercado ou em uma recessão nacional, uma Ação Cíclica como a da Ford pode perder 80%.

O momento é essencial nas Ações Cíclicas, e o investidor deve ser capaz de detectar os primeiros sinais de que o negócio está perdendo ou ganhando ritmo.

(e) Ações em Recuperação: os candidatos da categoria “em Recuperação” foram castigados, estão em dificuldades e frequentemente mal conseguem chegar à falência.

Essas ações não são de Crescimento Lento; elas não crescem. Também não são Ações Cíclicas, que se recuperam; são potenciais fatalidades, como a Chrysler. De fato, a Chrysler uma vez foi uma Ação Cíclica que chegou a determinado ponto durante um ciclo de baixa do qual muitos pensaram que não retornaria.

Uma ação de uma empresa cíclica mal gerida é sempre um candidato potencial para o tipo de dificuldades que afetaram a Chrysler e, em menor medida, a Ford.

As Ações em Recuperação compensam pelo terreno perdido muito rapidamente, como a Chrysler, a Ford, bem como várias outras empresas, o provaram. A melhor coisa em investir em Ações em Recuperação bem sucedidas é que, de todos os tipos de ações, suas altas e baixas estão menos relacionados ao mercado em geral.

(f) Ação com Ativos Ocultos: refere-se a qualquer empresa proprietária de algum ativo valioso sobre o qual o investidor tenha conhecimento, mas ignorado pelo mercado de capitais.

Com tantos analistas e observadores corporativos investigando o mercado, parece impossível acreditar que possa haver muitos ativos que a bolsa de valores não tenha notado, mas, eles existem. A Ação com Ativos Ocultos são aquelas em que o diferencial local pode ser utilizado com a melhor vantagem possível.

Há ações de empresas, com ativos ocultos no ramo de metais e petróleo, nos jornais e estações de TV, em medicamentos patenteados. E, algumas vezes, mesmo nas perdas de uma empresa.

Para os objetivos deste trabalho estaremos trabalhando com duas classificações de ações, extraídas da visão de Lynch e do mercado, que são:

- a) Ações cíclicas: ações de empresas cujo desempenho tende a variar conforme a economia do país, dentro de sua atividade;
- b) Ações defensivas: ações de empresas cujo desempenho não depende objetivamente do desempenho da economia do país, porque atuam em setores de grande estabilidade, ligados às necessidades básicas da população, tais como empresas do ramo de

energia elétrica, transporte público, ferrovias, saneamento básico, tratamento de água etc.

Qualquer investidor sabe que o investimento envolve um risco para obter a rentabilidade. Em linhas gerais, o risco de um investimento é composto da parcela do risco sistemático e a parcela do risco não sistemático.

O risco sistemático é da economia como um todo e no geral, atinge todas as empresas, independente de seu ramo de atividade, tais como inflação, taxa de juros, estabilidade política, catástrofes naturais etc. O risco não sistemático é o risco específico de cada empresa, da sua atividade e da sua estrutura de ativos e passivos.

“A parte do risco de uma ação que pode ser eliminado é denominado risco diversificável, enquanto a parte que não pode ser eliminado é chamado risco de mercado. Risco diversificável também é conhecido como risco específico da empresa ou não sistemático. O risco de mercado também é chamado risco não diversificável ou sistemático, ou ainda beta; ele é o risco que permanece após a diversificação.” (BRIGHAM, 2010, p. 219).

As ações defensivas podem ser atrativas para investidores que desejam maior estabilidade de preços e dividendos, que querem ativos com menor risco não sistemático. As ações de empresas cíclicas podem ser atrativas para investidores que objetivam maior rentabilidade, admitindo maior risco não sistemático.

Se os analistas traçam um cenário macroeconômico negativo, é natural que indiquem ações de companhias mais defensivas. Em geral, essas empresas são geradoras de caixa e a venda de seus produtos são menos sensíveis ao ciclo econômico. Destacam-se as companhias prestadoras de serviços públicos.

Todos os ativos financeiros produzem fluxos de caixa, e o risco de um ativo é julgado em termos do risco dos seus fluxos de caixa. Em uma carteira de ações, o risco pode ser dividido em dois componentes:

1. Risco diversificável, de pouca preocupação para os investidores diversificados.
2. Risco de mercado, de grande preocupação aos investidores, que reflete o risco de declínio do mercado de ações.

Neste contexto, entende-se que a carteira de ações do mercado é aquela que contém todas as ações, sendo considerada como “*benchmark*” para uma carteira de ações bem diversificada. Conhecida, também, como coeficiente beta, o risco relevante de uma ação individual, que também é definido como a quantidade de risco com que a ação contribui para a carteira de mercado.

Uma ação de médio risco, é por definição aquela que tende a se mover para cima ou para baixo com o mercado em geral, conforme medido por algum índice do mercado de ações, como o índice Bovespa. Para uma ação como essa será determinado um beta igual a 1.

Se uma ação tiver o beta, por exemplo $B=0,5$, a ação tem somente metade da volatilidade do mercado, ela subirá e cairá nessa proporção. O risco de uma carteira de ações como essa terá a metade do risco de uma carteira de ações com $B=1$.

No caso, de uma ação com beta, por exemplo $B=2$, a ação será duas vezes mais volátil que uma ação média. Uma carteira de ações como essa será duas vezes mais arriscada que uma carteira média.

Quando o beta for inferior a 1, as ações são consideradas defensivas. A tendência é que o desempenho desses papéis seja inferior ao do índice em um mercado altista e superem o indicador de mercado quando o índice apresentar desempenho negativo.

As ações que apresentam variações maiores que o índice médio de mercado são consideradas de maior risco, denominadas no mercado de cíclicas, e são aquelas com beta superior a 1, com produtos dependentes do ciclo econômico

como as commodities. Setores dependentes de crédito como o bancário e o de incorporadoras imobiliárias também são classificados como cíclicos.

2.2 Técnicas de avaliação de ações – Análise Técnica

Para investir de forma responsável, consciente e lucrativa, o investidor precisa ter um método para analisar e selecionar os ativos em que investirá. A análise técnica representa um estudo do comportamento passado dos preços e de volumes negociados dos ativos, a fim de inferir acerca de seu comportamento futuro.

Devido à utilização de gráficos para realizar esse estudo, a análise técnica também recebe o nome de análise gráfica. Segundo os grafistas, os agentes do mercado apresentam um determinado padrão de comportamento diante de certas situações, o que permite prever tendências futuras para o comportamento dos preços, analisando o que ocorreu no passado, não importando para o analista se a empresa está gerando lucros, pagando dividendos, etc.

“Os conceitos de suporte e resistência são os principais dentro da análise técnica. Grave-os bem, pois são a base para uma boa análise. As estratégias de abertura de posição mais simples combinam apenas tendências, suportes, resistências, candles e volume. Operar com base nelas já seria o suficiente para auferir grandes lucros ao longo do tempo.

Suporte é um nível ou região de preços em que a força dos compradores supera a dos vendedores a ponto de interromper ou reverter o movimento de baixa – mesmo que seja temporariamente. Nos gráficos, as zonas de suporte são visualizadas, em primeira instância, na forma de fundos de preços (extremos inferiores a partir de onde os preços começaram a subir).

Resistência é um nível ou região de preços em que a pressão vendedora supera a pressão compradora a ponto de interromper ou reverter o movimento de alta – mesmo que temporariamente. Graficamente, a principal forma de visualizar as zonas de resistências é por meio de topos de preços (extremos superiores a partir de onde os preços começaram a cair).” (ABE, 2009, p. 44).

A base teórica da análise técnica foi desenvolvida por Charles Dow, editor do *Wall Street Journal* no final do século 19, quando foi criado o Índice Dow Jones, da Bolsa de New York. As contribuições mais importantes da Teoria

Dow são a conclusão de que o mercado movimenta-se em tendências bem definidas de alta ou de baixa.

Que existe uma relação entre preços e volumes negociados e que os índices de mercado descontam todas as informações, ou seja, por contar com uma grande quantidade de ativos e uma quantidade muito maior de participantes, cada qual com distintos níveis de informações a respeito das empresas. Todas as informações disponíveis estarão refletidas nos preços e, conseqüentemente, nos índices de mercado.

“Existem duas estratégias básicas em Análise Técnica: operar **a favor da tendência** ou operar **contra a tendência**. A primeira (a favor) é mais conservadora e menos arriscada. A ideia é comprar quando a tendência ou viés de alta já predomina. É apostar na continuidade da tendência, e usufruir o meio e, quem sabe, o final de uma longa tendência. O início da tendência, você já perdeu em favor de um risco menor. Apostar contra a tendência é uma estratégia mais arriscada, porém pode ser altamente compensadora. A tendência é de baixa, e você aposta que vai reverter. Você não espera a reversão acontecer, você se antecipa. Quando acerta, você “pega” o início da tendência. O retorno costuma ser bem maior, mas menos frequente. Quem opera com padrões *candlestick* é mais contra do que a favor da tendência. Afinal, os **principais padrões do candlestick são de reversão da tendência.**” (MATSURA, 2011, p. 31).

A análise técnica é uma ferramenta para estudar o comportamento humano, especificamente o movimento das massas. Na bolsa de valores não é o indivíduo, mas o comportamento coletivo que importa. Compreender o comportamento da massa de investidores é um caso especial, da influência do emocional sobre o racional na tomada de decisões, que impliquem ganhos ou perdas significativas. A seguir são descritos os critérios para a análise técnica:

(a) - O Método

Segundo Matsura (2011) o método é acompanhar por meio de gráficos as variáveis: (1) preço das ações; (2) volume de negócios; (3) a volatilidade no preço das ações; (4) a estratégia de atuação, que pode ser a favor da

tendência, ou contra a tendência; (5) a tática de entrada e saída de uma operação.

(b) - Tipos de Gráficos

Conforme Matsura (2011) os gráficos, apesar das diferenças existentes entre eles, são todos compostos por um eixo vertical representando a variação dos preços do ativo e um eixo horizontal que representa o passar do tempo. E são de três tipos: (1) Linhas; (2) Barras; (3) Candlesticks (o mais usado).

(b.1) - Suportes e Resistências

Os suportes são regiões de preço com uma grande concentração de compradores, por isso, tendem a se apresentar como pontos de estancamento de processos de queda. As resistências são opostas aos suportes, já que elas são uma área de preço com grande concentração de vendedores e, com isso, se apresentam como pontos de exaustão de alta.

(b.2) - Tendências e Linhas de Tendência

Tendências são configuradas pela sucessão de topos e fundos nos gráficos de preço. Existem três tipos de tendências: (1) tendência de alta; (2) tendência de baixa; (3) sem tendência ou congestão.

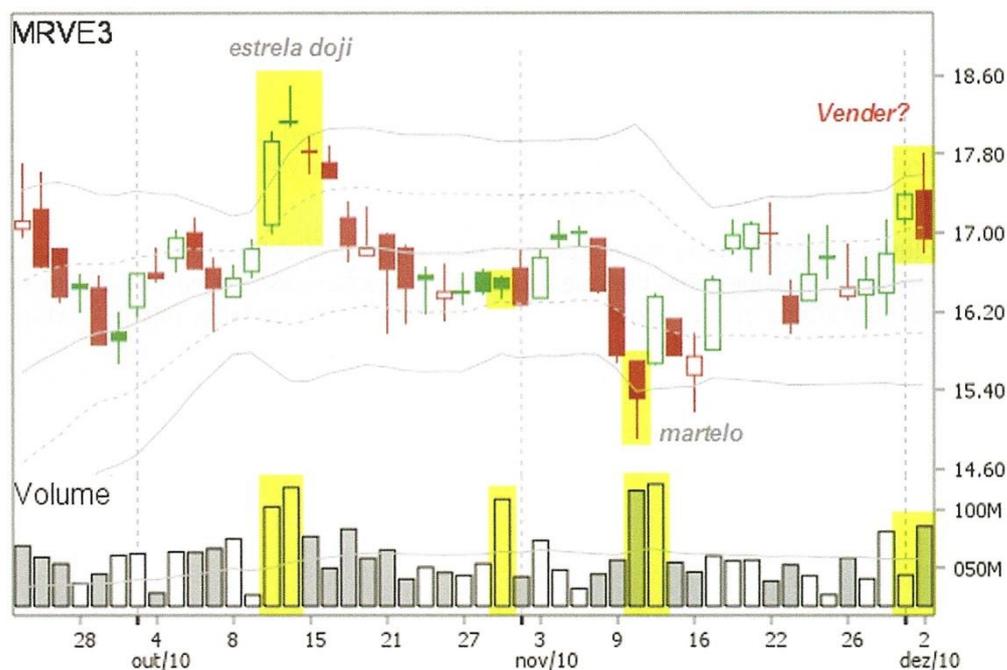
(b.3) - Sinais de Topos e Fundos

Os principais sinais de topos e fundos visualizados em gráficos de *Candlesticks*, são: (1) Martelo; (2) *Shooting star*; (3) Enforcado; (4) Martelo Invertido; (5) Estrelas; (6) Engolfo; (7) *Piercing*; (8) Tempestade à Vista; (9) Bebê Abandonado; (10) Ilhas de Reversão; (11) *Harami*.

(b.4) - Sinais de Reversão

São padrões de *Candlesticks* que indicam uma iminente reversão de tendência no papel, tendo um objetivo determinado a partir do rompimento da figura. São dois tipos: (1) Ombro Cabeça Ombro (OCO) e Ombro Cabeça Ombro Invertido (OCOI); (2) Topos Duplos (M) e Fundos Duplos (W).

(c) - Os Gráficos de Candlesticks



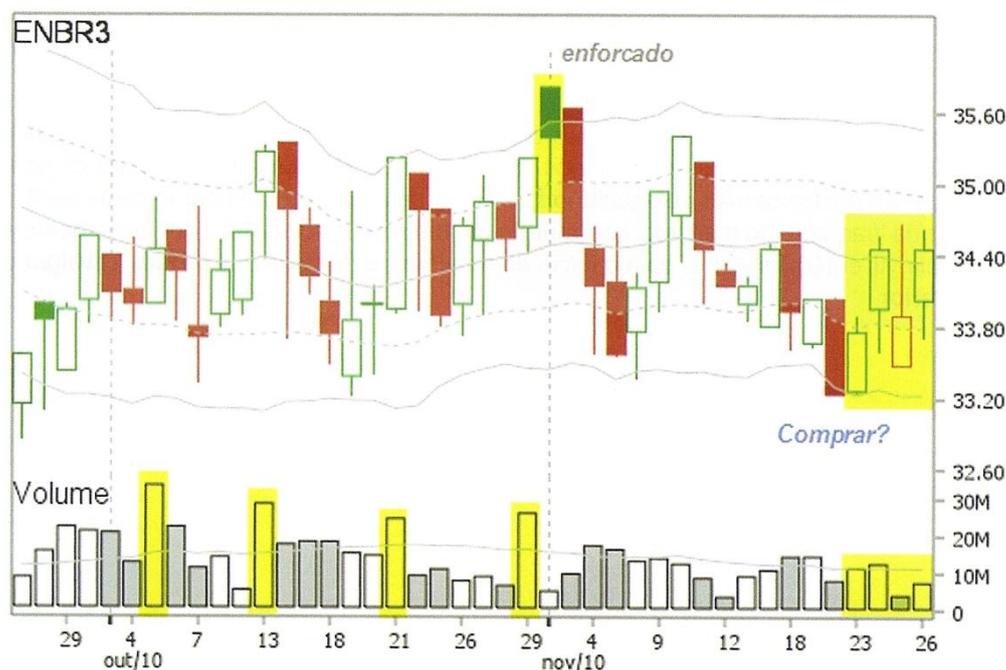
Fonte: Matsura (2011)

Figura 1 – Candlesticks - Gráfico do Martelo.

Conforme Abe (2009), o gráfico do martelo, indica um padrão altista para a ação. O martelo é um padrão configurado por um candle de corpo pequeno e sombra inferior cerca de duas vezes e meia maior que o corpo. É preferível que não haja sombra superior, mas se tiver deve ser insignificante.

O padrão aceita as duas cores possíveis de *candles*, mas um candle branco significa que fechamento foi superior ao preço de abertura, fortalecendo o sinal de compra. Ele ocorre após um movimento de correção de alta ou após uma tendência de baixa. Fatores por trás da formação: o ativo vem em movimento de baixa há alguns dias, até que um dia o mercado abre e os preços caem rapidamente.

Contudo, antes do fim do pregão a pressão compradora consegue elevar os preços até próximo ao preço de abertura (martelo preto) ou fazer uma nova máxima e fechar acima do preço de abertura (martelo branco), mostrando assim, um esgotamento da força vendedora e uma possível retomada da força compradora para os próximos dias. Um volume negociado acima da média no dia da formação do martelo reforça as chances de a reversão ocorrer.



Fonte: Matura (2011)

Figura 2 – Candlesticks - Gráfico do Enforcado.

O gráfico do enforcado, indica um padrão baixista para a ação. Como o martelo, tem corpo pequeno e sombra inferior grande. O padrão aceita corpos com as duas cores, mas um candle negativo reforça a indicação de pressão vendedora.

Não tem sombra superior ou ela é insignificante. Apesar de ter o mesmo formato do martelo, é um padrão baixista. A diferença é que o enforcado aparece no topo de um movimento altista sinalizando possível correção ou início do movimento de baixa. Fatores por trás da formação: o mercado vem em um movimento de alta. Certo dia o pregão abre e os touros vão se desfazendo de suas posições compradas, o que derruba os preços.

Assim mesmo os preços fecham próximo da abertura. Esse padrão indica que os touros não estão tão confiantes na alta e se desfizeram do ativo. Um fechamento negativo desse padrão é uma indicação mais forte de pressão vendedora. Um aumento de volume no dia de sua formação reforça o padrão.



Fonte: Matsura (2011)

Figura 3 – Candlesticks - Gráfico da Estrela da Noite.

O gráfico da estrela da noite, indica um padrão baixista para a ação. Ocorre após um movimento de alta. Formado por três *candles* onde o primeiro é um *candle* de alta, o segundo é um *doji* ou *candle* de corpo pequeno (não importa a cor) com ou sem sombras, e o terceiro deve ser um *candle* de baixa. Deve haver um gap de corpo entre o segundo e os demais *candles*. As sombras podem ser tocar.



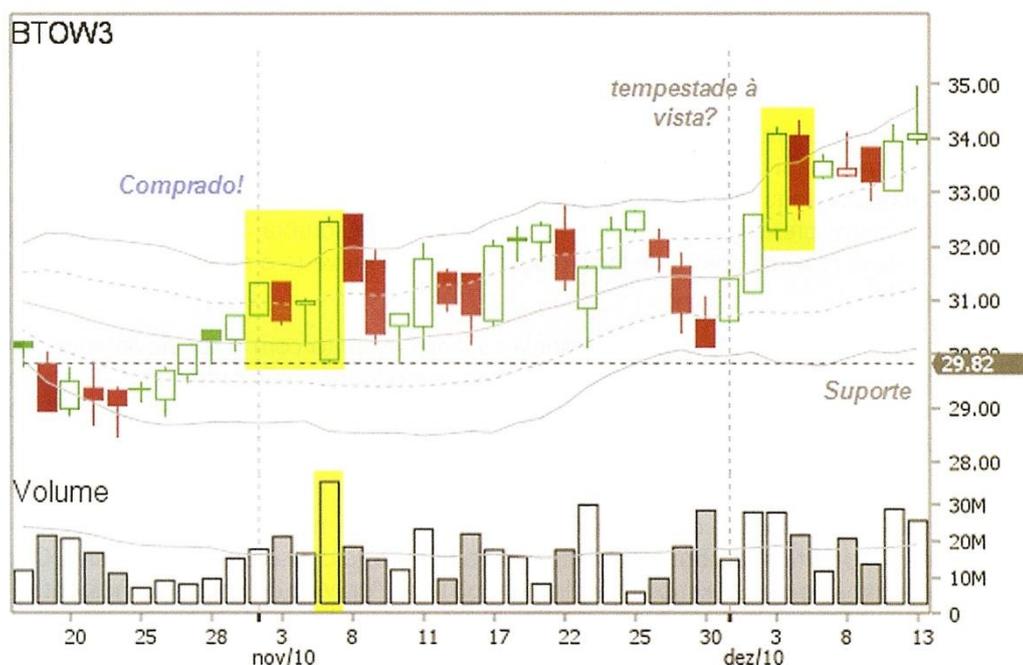
Fonte: Matsura (2011)

Figura 4 – Candlesticks - Gráfico da Estrela Doji.

O gráfico da estrela *doji*, indica um padrão de indecisão para a ação. É caracterizado por apresentar o preço de fechamento igual ao de abertura, mesmo que ocorram flutuações dos preços durante o dia. O gráfico é formado por sombra superior e inferior aproximadamente do mesmo tamanho.

Em qualquer lugar do gráfico em que um *doji* apareça, significará indecisão do mercado devido às suas próprias características. Por apresentar fechamento igual à abertura, significa que os compradores e vendedores estão

equilibrados, independentemente das flutuações que ocorreram no dia. Esse equilíbrio indica indecisão do mercado e, por isso, os *dojis* podem ser considerados como padrões de reversão também.



Fonte: Matsura (2011)

Figura 5 – Candlesticks - Gráfico da Tempestade à Vista.

O gráfico da tempestade à vista, indica um padrão de indefinição para a ação. Padrão de topo parecido com a formação do *Piercing* (padrão baixista), se apresentando no final de uma sequência de altas. Sua configuração específica consiste em um pregão com fechamento superior à abertura e o pregão seguinte com uma abertura em alta, seguido de uma reversão da direção intradiária, terminando com o fechamento do pregão situado entre a abertura e fechamento do pregão anterior. É necessário também um fechamento posterior abaixo da abertura do primeiro pregão para indicar a confirmação do sinal de topo.

2.3 Técnicas de Avaliação de Ações - Análise Fundamentalista

A análise fundamentalista utiliza as informações relativas à empresa, como as demonstrações financeiras, as perspectivas de investimentos e o setor em que a empresa atua, as informações a respeito da economia do país, como taxa de juros e câmbio, e as informações dos outros países, a fim de projetar o comportamento futuro das variáveis relacionadas à empresa. De posse dessas informações, o analista pode prever os resultados futuros da empresa e, em consequência, o preço futuro da ação. Assim, se o retorno esperado da ação, isto é, se a diferença entre o preço de hoje no mercado à vista e o preço futuro projetado for atraente, o analista indicará a compra do ativo.

A análise fundamentalista possui duas abordagens. Na primeira, os analistas definem um cenário macroeconômico e escolhem o setor que será mais privilegiado. Após essa etapa, selecionam as ações das companhias mais atrativas dentro daquele setor.

Essa análise, que parte do cenário macroeconômico para o microeconômico, é conhecida como *“top-down”*. A segunda abordagem é chamada *“bottom up”*. Nesse caso, ocorre o inverso. A seleção de companhias ocorre independentemente do cenário macroeconômico esperado.

“Assim como o mundo dos investimentos pode ser dividido em investidores de ações de crescimento e de valor, pode também ser divididos entre aqueles que usam as técnicas do *“top-down”* e *“bottom up”*. Os investidores *“top-down”* começam a olhar para as condições macroeconômicas dos países, e só passam para a seleção específica das ações, após terem identificados os setores e indústrias que eles acham que vai se sair bem nos próximos meses ou anos. Eles estão em sintonia com o ciclo de negócios, e eles também fazem projeções sobre tendências de longo prazo na tecnologia e outros recursos da economia.

[...]Mas, mesmo para o investidor *“bottom up”*, nem toda decisão de investimento é única. As vezes, toda uma classe de empresas pode oferecer uma oportunidade de compra, e o conhecimento e habilidade desenvolvida em fazer a análise da empresa inicial pode ser facilmente aplicado a situações semelhantes.” (GREENWALD, 2001, p. 252, tradução nossa).

O investidor que utiliza a Análise Fundamentalista aplica muito do seu tempo analisando relatórios contábeis como balanço patrimonial, demonstração de resultados do exercício, demonstração do fluxo de caixa, índices derivados desses relatórios, cenários micro e macroeconômicos, notícias e fatos relacionados às empresas.

É necessário, além de muito tempo, amplo conhecimento sobre contabilidade, economia e entendimento dos negócios avaliados.

Uma maneira de introduzir o conceito da análise fundamentalista está contida na frase seguinte:

“As ideias básicas para o investimento são olhar para as ações como se fossem negócios, se aproveitar das flutuações do mercado e buscar uma margem de segurança. Isso foi o que Ben Graham nos ensinou. Daqui a 100 anos elas ainda serão as pedras fundamentais do investimento. Buffett, 1994”. (HAGSTROM, 2008, p. 42).

Com o avanço das pesquisas na área, vários estilos de investimentos foram identificados e estudados, sobretudo a partir de 1970 nos Estados Unidos, de maneira que a Análise Fundamentalista pode ser classificada, basicamente, em duas correntes: o investimento em valor (*value*) e o investimento em crescimento (*growth*).

De forma resumida, o investimento em valor concentra-se em empresas grandes e consolidadas no mercado, com taxas de crescimento estável, maior distribuição de dividendos e baixos múltiplos preços por lucro (P/L) e preço por valor contábil (P/VC).

A oposição a esses conceitos são as ações de crescimento, que possuem altas taxas de crescimento, distribuição pequena ou inexistente de dividendos e altos múltiplos P/L e P/VC que refletem uma grande expectativa sobre os lucros futuros.

“O P/L gera normalmente melhores resultados em empresas que atuam em setores maduros, onde os desembolsos de capital se

aproximam da depreciação, fazendo o lucro por ação se aproximar bastante do fluxo de caixa livre do acionista. Empresas que atuam em setores de alto crescimento podem possuir índices P/L maiores, sem que isso signifique que elas estão subvalorizadas. Isso ocorre porque os preços das ações estão mais relacionados com expectativas de lucros crescentes no futuro do que com os lucros atuais.” (OZORIO, 2009, p. 24).

A seleção de ativos com base em uma série de filtros, que podem ser determinados a partir dos múltiplos de mercado e de outros indicadores econômicos-financeiros, é conhecida como filtragem passiva, criação de Graham e Dodd (1951).

Os autores identificaram certas características nas empresas, como boa gestão, baixo risco e bons lucros, como determinantes para que as ações dessas empresas tivessem um desempenho acima da média, e traduziram essas características qualitativas em critérios quantitativos que, portanto, podem ser usados na identificação de investimentos potencialmente promissores.

A própria noção de investimento é peculiar para esses autores e merece ser discutida. Eles definem investimento como uma operação que, após análise profunda, promete a segurança do principal e um retorno adequado (GRAHAM; DODD, 1951).

Análise profunda implica conhecer o mercado do qual se participa, as ferramentas de seleção e a natureza dos ativos nos quais se investe. No caso das ações, deve-se ter em mente que, ao adquirir uma ação, o investidor está se tornando sócio da empresa, sendo necessário conhecer o funcionamento dessa companhia, da economia na qual se insere e das técnicas provenientes de diversas áreas para a avaliação de seus ativos.

Outro ponto fundamental é que o preço dessa ação pode não refletir, momentaneamente, o valor da empresa e o investidor deve aproveitar as oscilações do mercado para adquirir ações cujo valor intrínseco está abaixo do seu preço de mercado.

A concepção de margem de segurança é fundamental na abordagem de Graham, seu uso se justifica por vários fatores, devido ao risco de os critérios de seleção não serem os mais adequados, de as informações contábeis necessárias não serem as mais exatas, de os controladores da empresa serem vistos com suspeitas e de o crescimento econômico ser incerto.

A função da margem de segurança é, em essência, tornar desnecessária uma estimativa precisa do futuro (GRAHAM, 1973). Isso leva ao investimento em empresas que sejam mais estáveis e apresentem, portanto, menor variação nas estimativas futuras, caracterizando o investimento em valor.

Quando Graham afirma que o investidor deve esperar um retorno adequado e não extraordinário, ele, também, está, de certa forma, se antecipando aos modelos de precificação que seriam formalmente desenvolvidos posteriormente, no qual retornos elevados estão associados a riscos elevados.

Isso significa que os retornos esperados ano após ano, não superarão em muito os retornos do mercado, mas, ao contrario disso, oscilarão não muito e, no longo prazo, poderão produzir grandes resultados.

Por isso, a confiança nas técnicas de seleção, a disciplina ao manter as posições consolidadas e a paciência por esperar resultados no longo prazo, são comportamentos necessários ao investidor que opta pela abordagem de Graham.

2.3.1 - Os Filtros de Benjamin Graham

No livro *The Intelligent Investor*, de 1973, Graham expõem essas e outras ideias sobre os mercados e propõem sete filtros usados na identificação de ativos, visando a formação de uma carteira diversificada, para investidores defensivos, com ações subavaliadas e tendo em vista o longo prazo. Segundo o autor, os filtros são:

1. **Tamanho Adequado de Negócio** - Só comprar ações de empresas industriais que tenham vendas anuais não menos do que R\$ 170 milhões, e para firmas de utilidades públicas não menos do que R\$ 85 milhões de ativos.
2. **Empresas com Situação Financeira Forte** - Para companhias industriais, os ativos circulantes deverão ser pelo menos duas vezes os passivos circulantes. Para companhias de utilidades públicas os débitos não deverão exceder duas vezes o valor de mercado da empresa.
3. **Lucros Constantes** - As empresas não podem ter nenhum prejuízo nos últimos dez anos.
4. **Dividendos Estáveis** - Histórico de dividendos contínuos por pelo menos vinte anos.
5. **Crescimento no Lucro por Ação** - Dez anos de crescimento no lucro por ação de, pelo menos, um terço (33%).
6. **Moderada Relação Preço/Lucro (P/L)** - O preço da ação não deverá ser mais do que quinze vezes a média dos lucros dos últimos três anos .
7. **Moderada Relação do Preço por Ativos** - O preço da ação não deverá ser mais do que uma vez e meia o valor contábil do ultimo balanço.

Nessa lista, os filtros 1 e 2 referem-se à saúde financeira da empresa: sua estrutura de capital e seu risco de solvência. Os critérios 3, 4 e 5 são critérios que mostram a estabilidade dos lucros da empresa, servem como medidas de risco em relação à rentabilidade.

Os filtros 6 e 7 referem-se a filtros de preço, estão relacionados aos múltiplos de mercado e será usado para a identificação de ações subavaliadas, já dentro de uma grande margem de segurança.

Observe-se que os dois primeiros filtros se baseiam num múltiplo P/L, logo, apenas empresas com baixos múltiplos preço/lucro poderiam passar por eles, porém a estratégia de seleção de ações com baixos P/L geralmente leva o investidor a selecionar, indesejavelmente, empresas de baixo crescimento e risco elevado (DAMODARAN, 2002).

É interessante notar que os filtros posteriores foram, em sua maioria, concebidos justamente para eliminar ações cujos baixos índices P/L se devam aos motivos indesejados citados.

Graham (1973), tinha a noção de que, ao se analisar um volume grande de dados por tempo suficiente, um número imenso de padrões emergirá, ao menos por acaso. Aleatoriamente, por pura sorte, as companhias cujas ações produzem retornos acima da média terá algo em comum.

A busca do autor é por identificar fatores que provoquem esses altos retornos, que sejam a causa do alto desempenho e não encontrar fórmulas baseadas apenas em coincidências estatísticas aleatórias.

2.3.2 - A Distribuição de Dividendos

A distribuição de resultados por meio de dividendos tem a capacidade de elevar o valor das ações, partindo-se da premissa de que o preço de uma ação é função de sua capacidade de pagamento de dividendos (GRAHAM, 1973).

Em um trabalho de Gordon (1963) defende a teoria de que os dividendos são bons, a partir do argumento de que os investidores racionais são avessos ao risco e, por isso, preferem receber dividendos.

Para Gordon (1963), os dividendos são ganhos certos no presente, ao passo que a valorização das ações é um evento incerto no futuro. Essa é a chamada **teoria do pássaro na mão** em alusão ao ditado popular que diz que mais vale um pássaro na mão do que dois voando.

Ainda, segundo Gordon (1963), como o valor de uma ação é função de seus fluxos futuros esperados de rendimentos, e os dividendos constituem uma parte desses benefícios, a outra parte é a própria valorização da ação, um aumento no valor dos dividendos pagos deve provocar um incremento no preço

da ação.

A literatura sobre dividendos apresenta ainda uma teoria de que os dividendos tendem a atrair para a empresa um grupo de investidores que têm interesse no recebimento de dividendos. Isso é o chamado **efeito clientela**.

As carteiras formadas pelas ações de maior retorno em dividendos, apresentaram rentabilidades superiores ao índice de mercado do que portfólios formados a partir de outras estratégias de investimento.

A corrente de defensores de uma política de dividendos com alto índice de payout, baseia-se principalmente na segurança dos investidores. Os dividendos representam uma das principais formas de retorno do capital investido nas ações, e os investidores, com aversão ao risco, tendem a preferir o recebimento de dividendos no presente ao invés de aguardarem a valorização das ações no futuro. (ASSAF NETO, 2007).

Percebeu-se que as ações que pagam dividendos frequentemente são favorecidas pelos investidores que desejam um ganho extra. Um forte argumento a favor das empresas que pagam dividendos é o de que as empresas que não pagam dividendos tem um triste histórico de desperdiçar dinheiro e uma série de investimentos mal planejados e com baixos retornos.

Outro argumento em favor das ações que pagam dividendos encontra-se no fato de que o dividendo impede que o preço da ação caia em um cenário em que normalmente cairia caso o pagamento de dividendos não fosse efetuado.

Quando uma ação é vendida por R\$ 40,00, um dividendo de R\$ 4,00 por ação resulta em uma taxa de 10%, mas suponha que o preço dessa ação seja reduzido para R\$ 20,00 e, repentinamente, a taxa passa a ser de 20%.

Se os investidores estiverem certos de que as taxas de pagamento de dividendos altas serão mantidas, eles comprarão a ação apenas por conta disso. Isso colocará um piso sob o preço da ação. As ações do índice Bovespa

com históricos longos de pagamento de dividendos são aquelas que os investidores procuram em quaisquer situações de crise.

As concessionárias de serviços públicos em eletricidade e telefonia são as maiores pagadoras de dividendos. Em períodos de crescimento lento, elas não necessitam construir plantas ou expandir seu equipamento, e o volume de caixa aumenta. Em períodos de crescimento rápido os dividendos são iscas para atrair as enormes quantidades de capital necessárias para a construção de plantas.

2.3.3 - As Lições de Aswath Damodaran

Conforme Damodaran (2004), os investidores devem levar em conta dez lições, de estratégia de investimento, antes de iniciar um grande negócio no mercado de ações, quais sejam:

- Lição 1 – Mais as coisas mudam, mais elas permanecem as mesmas.

Os investidores devem evitar as estratégias complexas, fascinantes que são chamadas como sendo novas e diferentes.

- Lição 2 – Se o investidor deseja garantia não invista em ações.

Nenhuma estratégia de investimento em ações pode oferecer garantia de sucesso. Ações são voláteis e são dirigidas por milhares de diferentes variáveis, algumas relacionadas a macroeconomia e outras relacionadas a informações de alguma empresa que participa no mercado.

Mesmo o mais elaborado plano de estratégia em ações para se ganhar dinheiro, pode falhar por eventos não esperados. A única coisa previsível em ações é que elas são imprevisíveis.

- **Lição 3 – Sem dor, sem ganho.**

Esta é talvez a mais velha lição em investimento em ações, que não se podem esperar altos retornos sem ter riscos, mas essa lição é quase sempre ignorada. Quaisquer estratégias de investimento em ações expõem o investidor ao risco.

Se um investidor não fica confortável a ficar exposto a grandes riscos, ele deve evitar a qualquer estratégia de alto risco. Não se importando em quanto poderia ganhar com uma determinada ação.

- **Lição 4 – Não esqueça dos fundamentos**

O valor de um negócio sempre foi em função de sua capacidade de gerar fluxos de caixa de seus ativos. E também da continuidade desses fluxos de caixa.

Em caso de mercados de ações em alta, investidores esquecem os fundamentos que determinam os valores dos fluxos de caixa, do crescimento esperado e do risco. E procuram por novos paradigmas para explicar porque as ações estão cotadas tão altas.

Após o fim dos mercados de ações em alta, os investidores descobrem a verdade que o que importa é como as empresas ganham o dinheiro e como crescem os lucros para serem valorizadas. Esquecer os fundamentos é um grande perigo para os investidores.

- **Lição 5 – Muitas ações que estão baratas, estão baratas por uma razão.**

Em muitos casos, as ações das companhias que estão sendo vendidas abaixo do valor contábil. Estão neste patamar, porque as empresas estão gerando baixos lucros e tem um alto risco. E nas previsões as ações aparecem com um anêmico crescimento dos lucros.

Ações de companhias baratas não são sempre um bom negócio.

- Lição 6 – Tudo tem um preço.

Investidores estão constantemente procurando por características que acreditam fazer as companhias que eles investem; tenham em especial um gerenciamento superior, sejam famosas, tenham alto crescimento dos lucros e produzam um produto conhecido e de boa qualidade.

Sem contestação essas são características que toda boa empresa gostaria de ter. Os investidores tem que reconhecer que o mercado faz um bom trabalho de precificar essas vantagens. Empresas com produtos reconhecidos e com qualidade superior, suas ações são negociadas por um preço, que indica um alto múltiplo sobre seus lucros.

Como as companhias de alto crescimento nos lucros, o que o investidor deve ter em mente é se o preço da ação de uma empresa forte e bons produtos esta muito baixo ou muito alto, na cotação pelo mercado. Uma boa empresa pode não ser um bom investimento.

- Lição 7 – Números podem ser enganosos

Estudos, não nos importando o nível de detalhes, geram probabilidade mais do que certas conclusões. Por exemplo, as ações que pagam altos dividendos nos últimos cinco anos, tem a probabilidade de 90% de que elas gerem mais retorno aos investidores do que as ações que pagam baixos dividendos.

Mas não é possível garantir esses retornos. Todo o estudo também sofre o problema do mercado estar mudando o tempo todo.

Não há dois períodos exatamente idênticos, e há a possibilidade de que no próximo período possa revelar surpresas que nunca antes tenha sido visto. Fazendo que uma estratégia de investimento antes testada não se realize. Números podem mentir.

- Lição 8 – Respeite o mercado.

Toda estratégia de investimento em ações é uma aposta contra o mercado. Quando o investidor faz uma aposta contra o mercado e ganha; o mercado visualizará o erro e irá mudar e passará a precificar as ações conforme o investidor.

Considere, por exemplo, uma estratégia de comprar ações que estão sendo vendidas abaixo de seu valor contábil. O investidor acredita que aquelas ações estão desvalorizadas e que o mercado esta errado na precificação da ação. Para fazer dinheiro, o investidor tem que estar certo com relação ao preço da ação e o mercado confirmar o erro e acertar o preço.

Os investidores devem analisar bem seu ponto de vista sobre os erros de precificação de ações. É prudente começar com um grande respeito pelo mercado.

Os mercados na maior parte do tempo estão mais certos do que errados.

- Lição 9 – Conheça a si mesmo

As estratégias de investimento em ações não levam em consideração as preferências e as características dos investidores. Uma estratégia de comprar ações que pagam altos e constantes dividendos pode ser uma brilhante estratégia para investidor que tenha aversão a riscos e que tenha visão de longo prazo para o

investimento.

Mas não é uma boa estratégia para um investidor que pensa no curto prazo. Não há uma ótima estratégia de investimento em ações que possa ser usada por todos os investidores.

- Lição 10 – Sorte sobrepõem a habilidade (ao menos no curto prazo)

As mais tristes lições dos mercados financeiros é que as virtudes como trabalho duro, paciência e preparação não são sempre recompensadas. Na análise final, se o investidor ganha dinheiro ou não em seu portfólio de ações, apenas parcialmente esta sobre seu controle a sorte tem uma parcela dominante.

É verdade também que por mais tempo o investidor permanece com a sua carteira de ações, mais irá aparecer a sua habilidade. Em um portfólio de ações de pelo menos dez anos, pode-se notar que a habilidade é mais importante do que a sorte do investidor.

2.3.4 Análise técnica versus análise fundamentalista

Pode-se perceber que a análise fundamentalista requer uma dose muito maior de esforço, tempo, dedicação e custos do que a análise gráfica, que, por sua vez, requer apenas um computador que seja alimentado com as informações de cotações e volumes negociados das ações e índices de ações.

Essa facilidade de acesso à análise gráfica fez surgir a desconfiança de que seus mecanismos não funcionavam, sendo comum ouvir a afirmação de que “se a análise gráfica funcionasse, todos os analistas seriam ricos”.

“A análise técnica possui três premissas básicas das quais decorrem os estudos acerca do comportamento do mercado e suas tendências.

A primeira delas é que tudo pode ser resumido no preço das ações. Toda a expectativa, boa ou má, dos investidores com relação a determinado ativo se

reflete no preço diário daquele ativo. O analista técnico acredita que no preço pago por determinado ativo estão embutidas todas as informações disponíveis no mercado, assim como aquelas só de conhecimento dos *insiders*. [...]

A segunda premissa é a de que os preços movem-se através de tendências. Uma vez identificadas essas tendências através de gráficos, o investidor terá condições de operar de acordo com as mesmas. [...]

A terceira e última premissa diz que a história sempre se repete e que a compreensão de tendências futuras pode estar no estudo de acontecimentos passados”. (BRUM, 2006, p.91).

O que ocorre, na realidade, é que ambos os critérios não são excludentes, verificando-se na prática uma grande quantidade de gestores de recursos que adotam os dois critérios, sendo a análise fundamentalista voltada para o longo prazo e a análise gráfica para a tomada de decisão no curto prazo. Assim, o analista fundamentalista define o que comprar e o analista gráfico define o momento de comprar.

2.4 Métodos de Avaliação (Valuation)

Valuation (valoração ou avaliação) consiste num conjunto de técnicas e modelos utilizados na análise de oportunidades de investimento em ativos. Todo ativo, financeiro ou real, tangível ou intangível, que tenha capacidade de gerar fluxos de caixa tem valor.

“Um modelo de avaliação é um mecanismo que consolida um conjunto de estimativas de uma série de variáveis de empresas, ou econômicas numa previsão do valor que uma ação de uma empresa deveria ser negociada no mercado. Os dados de entrada de um modelo de avaliação são representados por variáveis contábeis, econômicas e financeiras. O produto final do modelo é expresso em termos de valor de mercado ou retorno esperados na aquisição de uma ação, seguido de uma recomendação de compra ou venda.” (PINHEIRO, 2012, p. 476).

A avaliação permite ao analista valorar diversos tipos de ativos, como: empresas, imóveis, projetos, títulos de renda fixa e variável (ações), etc. As características de cada ativo irão determinar os instrumentos a serem utilizados no cálculo de seu valor.

Ainda segundo Kothari (2001, p.109) o principal foco da análise fundamentalista, nos métodos de avaliação, é ajudar a identificar as ações que

estejam mal precificadas.

Padoveze (2005) cita que em princípio deve-se projetar os lucros da empresa considerando os produtos e mercados atuais, os produtos e mercados futuros e avaliar a sua rentabilidade, trazendo-os a valor atual por uma taxa de juros de desconto.

Este critério é considerado como o mais adequado para avaliação de uma empresa, pois se fundamenta no cerne da questão empresarial: a capacidade de geração de lucros, que possibilitara o que se busca num investimento de risco: a geração de caixa e, conseqüentemente, o retorno do investimento, conforme destacado por Vianna (2007).

Existem diversas metodologias usadas na avaliação. Os dois métodos mais utilizados pelo mercado são: o Método dos Fluxos de Caixa Descontados e a Avaliação Relativa.

O Método dos Fluxos de Caixa Descontados é aquele que relaciona o valor (atual) do ativo diretamente às perspectivas futuras de fluxos de caixa e inversamente ao nível de risco do investimento.

“A metodologia mais aceita atualmente para avaliação do fluxo futuro de benefício gerado pelas empresas é o fluxo de caixa descontado. O fluxo de caixa pode ser desenvolvido considerando dois focos: o foco específico do acionista e o foco geral da empresa, ou seja, para todos os investidores.” (PADOVEZE, 2009, p. 478).

É o modelo que permite o melhor entendimento das fontes de valor de um ativo, por considerar: as perspectivas de crescimento das receitas da empresa, as margens operacionais, o risco do investimento apropriado na estimativa das taxas de desconto, as necessidades de reinvestimentos para suporte do crescimento projetado, entre outros aspectos. A desvantagem do método está no longo tempo gasto pelo analista na pesquisa de informações para determinação das premissas do modelo.

A Avaliação Relativa é aquela que precifica o valor de um ativo a partir da comparação de múltiplos padronizados (índices financeiros) de ativos similares. Os modelos de Avaliação Relativa gozam de boa popularidade em função de sua simplicidade e capacidade de dar respostas rápidas aos investidores, mas podem fornecer respostas erradas, se alguns cuidados não forem tomados na sua interpretação.

“O grupo final de índices, o dos índices de valor de mercado, relaciona o preço da ação de uma empresa a seus lucros, ao fluxo de caixa e ao valor de livro por ação. Esses índices dão aos administradores uma indicação do que os investidores pensam a respeito do desempenho passado da empresa e de suas perspectivas futuras. Caso os índices de liquidez, administração dos ativos, administração da dívida e de lucratividade estejam todos bons, então os índices de valor de mercado serão altos, e o preço da ação provavelmente estará tão alto quanto possa ser esperado.” (BRIGHAM, 2010, p. 88).

O processo de Avaliação Relativa começa com a identificação dos ativos comparáveis e a apuração de valores de mercado desses ativos (cotações) e informações contábeis que serão utilizadas na avaliação.

2.4.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado

Modelo mais utilizado pelo mercado para precificação de oportunidades de investimento, o Método de Fluxo de Caixa (DCF – *Discount Cash Flow*), associa o “Preço Justo” a ser pago por um ativo, a capacidade de geração futura de caixa para os investidores (cupons, juros, fluxos de caixa ou dividendos projetados) e as taxas de desconto adequadas ao risco que estes investidores estão correndo.

“Na valorização baseada no desconto de fluxo de fundos, determina-se uma taxa de desconto adequada para cada tipo de fluxo de fundos. A determinação da taxa de descontos é um ponto crítico no processo, pois repercutirá na precisão do modelo. Realiza-se considerando o risco, as volatilidades passadas, e, na prática, muitas vezes a taxa de desconto mínima é determinada pelos interessados (compradores ou vendedores não dispostos a investir ou vender por menos de um determinado percentual etc.)” (PINHEIRO, 2012, p. 478).

Assim, um ativo (projeto, empresa, ação, título) vale (hoje) o fluxo de caixa que este produzirá no futuro, descontado a uma taxa que expresse o seu risco, conforme demonstrado na fórmula abaixo:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCX}_t / (1+K)^t$$

onde,

n = último período da vida útil do ativo

FCX_t = Fluxo de Caixa no período t

K = taxa de desconto que reflete o risco do investimento

Quadro 1 – Fórmula do fluxo de caixa descontado

Como exemplo, de cálculo de Fluxo de Caixa Descontado, imagine-se na avaliação de um projeto de um novo restaurante. O investimento inicial (desembolso de capital) estimado para a sua montagem é de \$1 milhão, os quais serão depreciados ao longo dos dez anos da vigência do contrato de locação do imóvel no qual o restaurante funcionará.

Suponha que não serão necessários reinvestimentos no decorrer da vigência e que o proprietário do imóvel se comprometeu a, ao fim de dez anos, pagar \$500 mil pelos ativos e fundo de comércio gerado pelo restaurante. As receitas projetadas para o primeiro ano de funcionamento são de \$750 mil e \$1,2 milhão para o segundo ano.

Para terceiro ao décimo ano, foram estimadas receitas de \$1,5 milhão. Suponha que o restaurante é isento de impostos sobre o faturamento. Os custos do restaurante têm caráter basicamente variável e são estimados em 50% das receitas, enquanto as demais despesas operacionais têm caráter fixo e devem se situar em \$200 mil ao ano.

A alíquota de impostos sobre o resultado é de 25%. Estima-se que o capital de giro se situe em 5% da receita. Para a realização do empreendimento foram captados empréstimos no valor de \$500 mil, a uma taxa de juros de 14% ao

ano. Os proprietários do restaurante pretendem renovar as dívidas anualmente e somente quitar o principal ao término de dez anos. O custo do patrimônio líquido estimado para o investimento é de 22% ao ano.

Com base nessas informações, vai-se valorar o preço justo da participação acionária do restaurante, primeiramente estimando seus fluxos de caixa futuros e, na sequência, descontando esses pelo Ke.

FCFE do Restaurante:

Em Mil R\$	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4-9	Ano 10
Receita	-	750	1200	1500	1500	1500
- Custos	-	-375	-600	-750	-750	-750
- Despesas Operacionais	-	-200	-200	-200	-200	-200
- Depreciação e Amortização	-	-100	-100	-100	-100	-100
(=) EBIT	-	75	300	450	450	450
- Despesas com Juros	-	-70	-70	-70	-70	-70
(=) Lucro Antes dos Impostos	-	5	230	380	380	380
- Impostos sobre o Resultado	-	-1,25	-67,5	-95	-95	-95
(=) Lucro Líquido	-	3,75	172,5	285	285	285
+ Depreciação e Amortização	-	100	100	100	100	100
- Desembolso de Capital	-1000	-	-	-	-	-
- Capital de Giro	-	-37,5	-22,5	-15	-	75
- Amortização Dívidas	-	-	-	-	-	-500
+ Entradas Novas Dívidas	500	-	-	-	-	-
+ Valor de Liquidação do Imovel e Fundo de Comercio	-	-	-	-	-	500
(=) FCFE	-500	66,25	250	370	385	460

Fonte: OZORIO, 2009

Tabela 1: Fluxo de Caixa do Acionista do Restaurante

De posse do Ke (22%) e do FCFE estimado para os dez anos, pode-se avaliar o Valor da Participação Acionária do Restaurante:

$$VPL = 66,25/1,22 + 250/1,22^2 + 370/1,22^3 + 385/1,22^4 + \dots + 385/1,22^9 + 460/1,22^{10}$$

Valor do Patrimônio Líquido = 1.160

Dessa forma, o valor estimado pela participação acionária do restaurante decorrente das projeções seria de \$1,16 milhão. Considerando o investimento inicial efetuado pelos sócios do empreendimento de \$500 mil, pois do \$1 milhão investido \$500 mil foram financiados por recursos de terceiros. Conclui-se que o projeto do restaurante é viável e deixaria os seus acionistas “mais ricos” em \$660 mil.

O primeiro passo para valoração de um investimento pelo Método de Fluxo de Caixa é a determinação dos fluxos de caixa futuros do ativo que pretendemos analisar.

Os fluxos de caixa normalmente são diferentes do resultado contábil (lucro líquido), em função de custos e despesas que não representam efetivas saídas (tais como depreciação e amortização) e de fluxos de investimentos (em ativos permanentes e capital de giro) que não são computados na apuração do lucro líquido.

“A utilização dos lucros, ainda que projetados para os próximos exercícios, tem a limitação de que se trata de uma magnitude que às vezes pode afastar-se do dinheiro que a empresa pode gerar para os acionistas. Esse afastamento pode ser produzido pela diferença entre os ciclos econômico e financeiro ou regime contábil e financeiro que altera os valores expressos nesses regimes. Por esse tipo de motivo, nos últimos anos, o desconto dos fluxos de caixa tornou-se o método de valorização de empresas geralmente aceito, que é considerado o mais conceitualmente correto para esse fim. O desconto dos fluxos de caixa baseia-se no prognóstico detalhado e cuidadoso, para cada período, de cada uma das contas financeiras que se vinculam com a geração dos fluxos financeiros correspondentes às operações da empresa. Essa técnica trata de determinar o valor da empresa através da estimativa dos fluxos financeiros – *cash flows* – que gerará no futuro, para logo descontá-los a uma taxa de desconto apropriada segundo o risco desses fluxos. A valorização pelo desconto dos fluxos de caixa parte da ideia do valor do dinheiro no tempo. Nesse método são descontados os fluxos de caixa livre ao custo médio ponderado de capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC).” (PINHEIRO, 2012, p. 480).

Existem dois caminhos para a avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado. Pode-se avaliar apenas a participação acionária do negócio, denominado Método do Fluxo de Caixa do Acionista, ou avaliar a

empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos credores. Tal método é conhecido como Método do Fluxo de Caixa da Empresa.

Método do Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE)

Pelo Método do Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE – *Free Cash Flow to Equity*), o valor do capital acionário é obtido descontando-se os fluxos de caixa residuais livres para investidores, pelo custo de capital do patrimônio líquido (taxa de retorno que expresse o risco do acionista), que denominaremos de K_e (*Cost of Equity*).

“Valorizações se tornaram mais e mais complexas ao longo das duas últimas décadas, como consequência de duas inovações. Por um lado, os computadores e as calculadoras são mais poderosos e acessíveis do que os utilizados anteriormente, ficando mais fácil a análise dos dados. Por outro lado, a informação é tanto mais abundante e mais fácil de acessar e usar. Uma questão fundamental na avaliação é a quantidade de detalhes para trazer para o processo, e o excesso está logo a frente. Mais detalhes lhe dá a chance de usar informações específicas para fazer previsões melhores, mas também cria a necessidade de mais entradas, com o potencial de erro em cada uma, e que gera modelos mais complicados e opacos. Partindo do princípio da parcimônia, comum nas ciências físicas, onde há uma regra simples: ao avaliar um ativo, usar o modelo mais simples que você puder. Se você pode valorizar um ativo com três entradas, não use cinco. Se você pode valorizar uma empresa com três anos de previsões; a previsão com 10 anos de fluxos de caixa, é estar procurando problemas. Menos é mais.” (DAMODARAN, 2011, p. 23).

Assim, o valor justo do patrimônio líquido será estimado através do desconto do caixa livre para o acionista, conforme fórmula e esquema apresentados a seguir:

$$t = n$$

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^n \text{FCX do Acionista } t / (1+K_e)^t$$

$$t = 1$$

Onde,

FCX do Acionista t = Fluxo de Caixa do Acionista esperado no período t

K_e = Custo do Patrimônio Líquido

Quadro 2 – Fórmula do fluxo de caixa descontado do acionista

Conforme Damodaran (1999), para determinação do Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE), deve-se seguir o seguinte esquema:

Receitas

(-) Despesas Operacionais

= Lucro antes do Pagamento de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)

(-) Depreciação e Amortização

= Lucro Antes do Pagamento dos Juros e Impostos (EBIT)

(-) Despesas com Juros

= Lucro Antes dos Impostos

(-) Impostos

= Lucro Líquido

(+) Depreciação e Amortização

= Fluxo de Caixa Proveniente das Operações

(-) Desembolsos de Capital

(-) Variações no Capital de Giro

(-) Pagamento do Principal das Dívidas com Terceiros
(Empréstimos / financiamentos)

(+) Entradas Decorrentes de Novas Dívidas

= Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)

2.4.2 Avaliação Relativa

A Avaliação Relativa (ou por múltiplos) consiste na avaliação do ativo a partir da análise de como o mercado precifica ativos considerados comparáveis. Dentre as principais vantagens do método tem-se sua simplicidade e a facilidade de uso.

Entretanto, a análise do resultado pode ser equivocada se não houver cuidado em sua interpretação.

Índice Preço / Lucro

O índice Preço/lucro (P/L) é o indicador mais popular do mercado, sendo necessários para o seu cálculo apenas as cotações de ações e lucro da empresa. Intuitivamente, é uma informação interessante, pois relaciona o preço pago aos lucros atuais e pode ser relacionado com outras características da empresa, como o risco e o crescimento.

Empresas atuando em mercados, com elevadas taxas de crescimento, são geralmente negociadas com índices P/L elevados. Já empresas que atuam em setores maduros possuem normalmente P/L mais baixos, em função de perspectivas limitadas de crescimento.

Outro fator que pode ajudar a explicar o P/L é a taxa de desconto da empresa. O P/L está negativamente relacionado à taxa de desconto e, dessa forma, esta inversamente relacionada ao risco da ação.

Índice EV / EBITDA

Outro índice bastante utilizado pelos analistas de mercado é o *Enterprise Value*/EBITDA, que pode ser considerado como um índice da mesma família do índice Preço/Lucro (P/L).

O *Enterprise Value* (EV) consiste no valor de mercado do Patrimônio Líquido (Quantidade de Ações X Cotação de Mercado da Ação) da empresa somado ao valor da Dívida Líquida (Dívida subtraída do Caixa).

“EBITDA – sigla em inglês de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – é um conceito de geração bruta operacional de lucro. Não considera resultados não-operacionais e adiciona ao Lucro Operacional as depreciações e amortizações. Em resumo, o EBITDA é o Lucro Operacional mais as depreciações e amortizações. O objetivo da apuração do EBITDA é mensurar a capacidade operacional de geração de lucro / caixa da empresa. Adicionando os valores das depreciações e amortizações ao Lucro Operacional, criamos o conceito de Lucro Operacional Bruto, que é um indicativo fundamental para a capacidade de geração bruta de lucros e, conseqüentemente, de caixa. Por não considerar os juros como elementos redutores da geração de lucro, o EBITDA só pode ser utilizado para alguma análise de rentabilidade com o Ativo Operacional Líquido. O foco é a geração operacional de lucro, e não a geração de lucro para o acionista. Na análise do EBITDA não se levam em consideração as fontes de financiamento de capital. Sempre convém lembrar que alguma análise de rentabilidade com EBITDA deve ser feita com muito cuidado, porque também esse conceito de avaliação de geração de lucros não leva em conta os impostos e, portanto, sempre dá uma medida de rentabilidade bruta antes dos impostos. A função do EBITDA é mensurar o potencial de geração de lucros, para modelos de mensuração de avaliação de empresas, com o conceito de fluxo de caixa descontado (FDC)”. (PADOVEZE, 2009, p. 453).

Os índices EV/EBITDA são apropriados para mercados e para empresas atuando em mercado em crescimento, por associar o valor do negócio a sua geração de caixa operacional.

Índice Preço / Valor Contábil

Outro índice popularmente utilizado pelos investidores na busca de ações mal precificadas é o Preço – Valor Contábil (P/BV – *Price/Book Value*). Ações negociadas por preços bem inferiores ao valor contábil do Patrimônio Líquido são normalmente consideradas boas candidatas a carteiras subvalorizadas, ao passo que aquelas negociadas por preços superiores ao valor contábil são consideradas supervalorizadas.

Vale ressaltar que enquanto o valor de mercado de um ativo está relacionado às expectativas de retorno no futuro, o “valor de livro” reflete seu custo original

e esse “pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização de lucros do ativo tiver aumentado ou declinado consideravelmente desde sua aquisição”. (DAMODARAN, 1999).

Exemplo de utilização dos múltiplos:

Um investidor tem diante de si, três empresas do mesmo setor, conforme indicado na figura 2, abaixo. A avaliação de qual seria o melhor investimento, para a compra de ações da empresa, essa escolha partiria da análise dos múltiplos das companhias, que também é chamado de Avaliação Relativa entre empresas.

Os múltiplos apresentados são o P/E e VE/Ebitda, que são índices da mesma “família”. Dos dados apresentados chega-se a uma avaliação de que a melhor escolha seria a compra das ações da empresa Y, logo como segunda alternativa as ações da empresa A e por último as ações da empresa X.

Análise por Múltiplos	Empresas Comparáveis		
	Empresa A	Empresa X	Empresa Y
Valor da Empresa - Valor Econômico - VE	1.090.000,00	2.640.000,00	580.000,00
Valor de Mercado das Ações - P	850.000,00	2.470.000,00	330.000,00
EBITDA	145.000,00	255.000,00	98.000,00
Lucro Líquido - E	85.000,00	190.000,00	70.000,00
Múltiplos			
VE/EBITDA	7,52	10,35	5,92
P/E	10,00	13,00	4,71

Fonte: PADOVEZE (2010), p. 256

Tabela 2: Análise por Múltiplos – Empresas Comparáveis

Porém, deve-se pesquisar um pouco mais em relação a empresa Y, visto que seus múltiplos estão muito abaixo da média dos múltiplos das três empresas. Deve-se verificar se a empresa tem perspectivas de crescimento de seus

lucros, visto que caso não haja essa possibilidade de aumento, o mercado desvaloriza o preço da ação da empresa.

2.4.3 Roteiro para Avaliação

A avaliação de uma empresa é um processo que engloba uma série de etapas até a chegada ao preço justo.

Para exemplificar, será apresentado um roteiro para a avaliação, apontando as principais atividades que devem ser efetuadas na pesquisa por informações para a determinação dos fluxos de caixa projetados, bem como alguns instrumentos e modelos úteis para a realização desse processo.

Conforme Ozorio e Ozorio (2009), são cinco as etapas que devem ser efetuadas para a valoração: (a) Entender o Negócio; (b) Análise dos Demonstrativos Financeiros; (c) Análise do Ambiente de Negócios; (d) Elaboração de Premissas; (e) Determinação do Valor Justo.

(a) - Entender o Negócio

Entender a cadeia de valor da empresa, tomar ciência dos produtos e serviços prestados por ela, as matérias primas utilizadas na fabricação de produtos, o tipo de concorrência que ocorre em seu mercado de atuação, a sua estrutura societária etc.

(b) - Análise dos Demonstrativos Financeiros e do Desempenho Econômico e Financeiro de Empresas

Os principais demonstrativos financeiros de uma empresa são:

(1) o Balanço Patrimonial (BP) – consiste em uma apresentação estática, sintética e ordenada do saldo de todas as contas patrimoniais (bens, direitos, obrigações com terceiros e obrigações com os sócios), em uma determinada data.

(2) a Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) – é o demonstrativo contábil que procura demonstrar o resultado das operações sociais e determinar o lucro líquido do exercício.

(3) Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) – é a peça que fecha e dá a consistência final. Tem por finalidade explicar a transição do lucro para o caixa, ou seja, mostrar o quanto, como e porque o lucro virou ou não virou caixa no período analisado.

Análise do Desempenho Econômico de Empresas

A análise econômica consiste basicamente na avaliação da capacidade da empresa em gerar lucro a partir dos capitais investidos (Análise da Rentabilidade) ou do volume de recursos financeiros gerados com a produção e comercialização e serviços (Margens).

A análise das margens permite a compreensão do impacto dos diversos custos em relação às receitas geradas. As margens mais importantes são:

(1) Margem Bruta = $\text{Lucro Bruto} / \text{Receita Líquida}$

(2) Margem Líquida = $\text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$

(3) Margem EBIT = $\text{EBIT} / \text{Receita Líquida}$

(4) Margem EBITDA = $\text{EBITDA} / \text{Receita Líquida}$

(EBITDA = *Earning Before Interest Tax Depreciation and Amortization*)

Os índices de rentabilidade explicam qual é a rentabilidade do capital investido da empresa. Dentre os índices de rentabilidade, pode-se destacar:

(1) Retorno sobre o Ativo Total – ROA = $\text{EBIT} \times (1-T) / \text{Ativo Total}$

(2) Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

(3) Retorno sobre Capital Investido – ROCI = EBIT x (1-T) / (Dívida + Patrimônio Líquido)

Onde: (T = Imposto)

Análise da Situação Financeira de Empresas

A segunda etapa da análise dos demonstrativos financeiros é a análise financeira da empresa, que consiste na compreensão da capacidade da empresa em honrar com seus compromissos de curto prazo (obrigações contidas no passivo circulante).

Nesta fase, precisarão ser analisados os níveis de liquidez da empresa, bem como os prazos médios das contas dos ativos de giro (estoques e contas a receber) e passivos operacionais (pagamentos a fornecedores, impostos e salários).

Os principais índices de liquidez são:

(1) Liquidez Corrente = Ativo Circulante / Passivo Circulante

(2) Liquidez Seca = (Ativos Circulantes – Estoques) / Passivo Circulante

(3) Liquidez Imediata = Disponibilidades / Passivo Circulante

Onde: - Disponibilidades = Caixa, Bancos e Aplicações Financeiras.

Os principais índices para análise dos prazos médios são:

(1) Prazo Médio de Estoque – PME = 360 x Estoques / CPV

(2) Prazo Médio de Recebimento – PMR = 360 x Contas a Receber / Receita Bruta

(3) Ciclo Operacional – CO = PME + PMR

(4) Ciclo Financeiro – CF = CO – PMC

(5) Necessidade de Capital de Giro – NCG / Receita Líquida = Ativo Circulante – Disponibilidades – (Passivo Circulante – Empréstimos e Financiamento de Curto Prazo) / RL.

Análise do Endividamento & Risco de Inadimplência

Essa análise permite o entendimento do risco de crédito da companhia analisada e pode ser utilizada como balizamento para determinação do custo de empréstimos por instituições financeiras.

Segue abaixo a relação dos principais índices usados:

- (1) Cobertura de Juros EBIT = $EBIT / \text{Juros}$
- (2) Cobertura de Juros EBITDA = $EBITDA / \text{Juros}$
- (3) $EBITDA / \text{Dívida}$
- (4) $D / E = \text{Dívida} / \text{Patrimônio Líquido}$
- (5) $D / (D + E) = \text{Dívida} / (\text{Dívida} + \text{Patrimônio Líquido})$

(c) - Análise do Ambiente de Negócios

A análise do ambiente de negócios deve ser feita em três etapas: análise macroeconômica, análise setorial e análise da estratégia da empresa. A etapa da análise macroeconômica inicia-se com o estudo da economia e suas principais variáveis: PIB, juros, câmbio, inflação, risco país etc.

Numa segunda etapa, deve-se avaliar o segmento econômico em que a empresa atua, é importante compreender qual é o tipo de concorrência (mercado competitivo, cartel, monopólio, oligopólio) em que a empresa está inserida.

A terceira etapa, é avaliar se a estratégia proposta pela companhia analisada condiz com as perspectivas macroeconômicas e setoriais, o que permitirá (ou

não) validar as perspectivas apontadas pela empresa para crescimento das vendas.

(d) - Elaboração das Premissas

A quarta etapa do processo de análise é a elaboração das premissas (*drivers*) da avaliação: Receitas, Margens Operacionais, Reinvestimentos (Desembolso de Capital – Depreciação + Variação do Capital de Giro), Alíquota de impostos e Custo de Capital.

Receitas, Custos, Margens e Impostos

Empresas abertas normalmente divulgam suas perspectivas futuras de vendas de produtos e serviços, cabendo ao analista avaliar, em função das conclusões retiradas da análise do ambiente de negócios, a possibilidade de concretização dessas perspectivas.

O ideal para uma projeção dos custos e das despesas futuras de uma empresa é conhecer sua composição (parcelas de custos fixos e variáveis), o que permite projetar de forma mais acurada o grau de alavancagem operacional da companhia no decorrer das fases do ciclo de vida da empresa.

O estudo dos impostos é importante, uma vez que isso impacta diretamente no lucro líquido. É relevante observar que algumas variáveis podem gerar benefício fiscal, reduzindo o imposto efetivamente pago pela empresa. No Brasil, a alíquota cheia de imposto de renda (15%), porém a um acréscimo de (10%) quando o lucro ultrapassa a R\$ 20.000,00 mensais, mais contribuição social (9%) é de 34%.

Desembolso de Capital (CAPEX - Capital Expenditures)

O CAPEX consiste nos investimentos que a empresa fará futuramente para manutenção ou para expansão de sua capacidade. Esse valor deve ser consistente com as perspectivas de aumento das receitas. Em geral, o CAPEX é divulgado pelas empresas ao mercado.

Depreciação & Amortização

Depreciação & Amortização (D&A) é o custo / despesa decorrente do desgaste ou obsolescência de ativos imobilizados, são despesas que não representam desembolsos de caixa. A D&A geram, porém, benefícios fiscais, uma vez que reduzem o lucro tributável da empresa.

“Os investimentos em imobilizados podem ser depreciados. A depreciação, quando contabilizada, é uma despesa econômica sem desembolso de caixa no ato de sua contabilização. Porém, é importante ressaltar que o efeito caixa da depreciação já ocorreu por ocasião do investimento, e a sua contabilização é apenas um retardamento da apropriação na Demonstração de Resultado, para recuperação dos investimentos feitos em imobilizados, dado que, os investimentos no giro, a empresa normalmente faz através do custo das mercadorias ou produtos vendidos.” (PADOVEZE, 2009, p. 479).

Necessidade de Capital de Giro

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) refere-se ao volume de recursos que a empresa necessita de financiamento oneroso para suas operações de curto prazo, mais especificamente estoques e clientes.

Custo de Capital

A estimativa do custo de capital consiste em uma fase crucial para determinação do valor justo do ativo. Para cada modelo, FCFF ou FCFE, deve-se utilizar o custo de capital correspondente, que seriam respectivamente o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e o Custo de Capital Próprio (Ke).

Custo de Capital Próprio (Ke)

A metodologia mais utilizada pelo mercado para calcular o custo do capital dos acionistas (Ke) é o modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). O modelo CAPM relaciona o custo de capital de um ativo ao nível corrente das taxas de juros e o prêmio de risco que o mercado atribui por investimentos em renda variável, ponderando esse último pelo índice beta.

“Em outras palavras, o beta significa a reação média da rentabilidade da empresa em relação à rentabilidade média do mercado; como se entende que há total relação entre risco e retorno, se houver retornos maiores é porque há riscos maiores e vice-versa. Portanto, a reação da rentabilidade de uma empresa individual em relação à rentabilidade média do mercado indica o risco da empresa, que é medido pelo beta”. (PADOVEZE, 2009, p. 481).

A estimativa de Custo de Capital dos Acionistas (Ke) poderá ser encontrada pela fórmula abaixo:

$$Ke = Rf + Bi [E(Rm) - Rf]$$

Onde:

Rf = retorno esperado de um ativo livre de risco

Bi = Índice Beta do Ativo (i) em relação ao mercado (m)

E(Rm) – Rf = Prêmio de Risco da Carteira de Mercado.

Quadro 3 – Fórmula do custo de capital dos acionistas (Ke)

Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros (Kd) é o custo de captação de dívidas (debêntures, empréstimos e financiamentos) e esta diretamente relacionado à percepção do risco de inadimplência da empresa. Quanto maior esse risco, maior serão os spreads sobre as taxas livres (Rf) cobrados pelos credores.

Custo de Capital da Empresa

O custo de capital da empresa, ou custo médio ponderado de capital, é a taxa de desconto que traz os fluxos de caixa da empresa (FCFF) a valor presente, sendo, dessa forma, importante determinante para a valoração do ativo. A ideia do WACC é ponderar o custo do capital próprio e o custo de capital de terceiros por seus respectivos pesos em relação aos recursos totais da empresa.

Temos assim:

$$WACC = K_e \times E/V + K_d \times D/V \times (1 - t)$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio

E = Equity = Patrimônio Líquido

K_d = Custo da Dívida

D = Dívida

t = Alíquota de Impostos

V = Valor da Empresa ($V = D + E$)

Quadro 4 – Fórmula do custo de capital da empresa

Valor Terminal

Para o cálculo do valor terminal o procedimento mais comum é o uso de perpetuidades com crescimento, que consiste na divisão do fluxo de caixa projetado para empresa pela diferença do custo de capital (WACC) e da taxa de crescimento dos fluxos na fase madura, conforme a fórmula abaixo:

$$\text{Valor Terminal (T)} = \text{FCFF (T + 1)} / (\text{WACC} - g)$$

Onde:

Valor Terminal (T) - valor da empresa no ano T

FCFF (T + 1) - fluxo de caixa da empresa no ano T + 1

WACC - Custo Médio Ponderado de Capital

g - taxa de crescimento do fluxo de caixa da empresa de longo prazo

Quadro 5 – Fórmula do cálculo do valor terminal das empresas

(e) - Avaliação

Após a elaboração das premissas do fluxo de caixa e do custo de capital procederemos a avaliação da empresa para determinação do preço justo de suas ações e comparação com a cotação de mercado.

2.4.4 Estudo de Caso - Avaliação da Cyrela S. A.

Com base no roteiro discutido na seção anterior é apresentado a seguir o estudo de caso da avaliação da Cyrela S.A., a partir de informações disponíveis nas demonstrações econômicas no início do ano de 2009 constantes do site da CVM, páginas de empresas.

Cabe ressaltar que essa avaliação tem o objetivo puramente acadêmico, dando corpo às técnicas e modelos apresentados, não tendo a intenção de recomendar compra ou venda das ações da empresa.

Entendendo a Cyrela

A Cyrela Brazil Realty, neste trabalho denominada somente Cyrela, é considerada a maior incorporadora de imóveis residenciais no país. Está presente em 17 estados, com atividades em 55 cidades no Brasil, além de possuir operações também na Argentina.

A Cyrela foi uma das primeiras empresas do setor de incorporação a realizar o seu IPO - *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial) em setembro de 2005. Desde então, com as demais aberturas de capitais promovidas pelas empresas deste segmento, a Cyrela vem se destacando e se apresentando como o principal *player* a atuar na consolidação do setor, ocupando o papel de compradora neste processo.

Os principais produtos da Cyrela são resultantes de um longo processo de produção denominado incorporação imobiliária: atividade que consiste na identificação, avaliação e compra de terrenos; planejamento da incorporação; obtenção de licenças, alvarás e aprovações governamentais; desenho do projeto; comercialização e venda dos imóveis; construção do empreendimento e prestação de serviços antes, durante e após a venda aos clientes.

Análise dos Demonstrativos Financeiros da Cyrela

Balanço Patrimonial Consolidado (R\$ mil)

ATIVO	2008	2007	2006
CIRCULANTE:			
Disponibilidades	91.385	87.256	57.524
Aplicações financeiras	732.397	294.449	21.998
Contas a receber de clientes	1.612.653	849.967	549.553
Imóveis a comercializar	2.172.827	1.073.307	787.159
Outras contas a receber	75.597	80.446	62.168
Impostos a recuperar	29.288	18.521	12.170
Despesas com vendas a apropriar	249.235	162.447	101.750
Contas-correntes com parceiros	98.161	25.531	23.132
	<u>5.061.543</u>	<u>2.591.924</u>	<u>1.615.454</u>
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO:			
Partes relacionadas	312.763	275.617	117.846
Imposto e contribuição diferidos	34.720	17.580	32.399
Aplicações financeiras	361.873	422.303	481.117
Contas a receber de clientes	749.941	629.451	314.706
Outras contas a receber	16.620	46.637	2.241
Impostos e contribuições a compensar	38.826	32.581	20.280
Imóveis a comercializar de longo prazo	593.109	506.905	229.235
	<u>2.107.852</u>	<u>1.931.074</u>	<u>1.197.824</u>
PERMANENTE:			
Investimentos	222.770	152.583	0
Imobilizado	99.117	47.146	143.842
Diferido	0	0	532
Ágios	66.221	58.978	67.859
	<u>388.108</u>	<u>258.707</u>	<u>212.233</u>
TOTAL ATIVO	<u><u>7.557.503</u></u>	<u><u>4.781.705</u></u>	<u><u>3.025.511</u></u>

Fonte: CVM, <www.cvm.org.br>, acesso em 02mai09

Tabela 3: Balanço patrimonial consolidado da Cyrela S.A. - Ativo

Balanco Patrimonial Consolidado (R\$ mil)

PASSIVO	2008	2007	2006
CIRCULANTE:			
Fornecedores	50.227	49.570	50.144
Empréstimos e financiamentos	155.421	76.762	57.236
Salários, encargos sociais e participações	23.213	12.226	12.103
Impostos e contribuições a recolher	135.092	76.100	43.884
Partes relacionadas	139.397	81.004	23.416
Adiantamentos de clientes	1.685.914	819.329	83.988
Juros sobre debêntures	50.567	13.510	0
Contas a pagar por aquisição de imóveis	296.220	316.259	250.119
Dividendos a pagar	65.956	14.574	30.183
Contas-correntes com parceiros nos empreendimentos	255.166	29.364	21.537
Outras contas a pagar	72.067	80.537	70.933
	<u>2.929.240</u>	<u>1.569.235</u>	<u>643.543</u>
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO:			
Empréstimos e financiamentos	722.625	155.735	67.493
Debêntures	853.679	352.574	0
Contas a pagar por aquisição de imóveis	455.534	359.838	100.439
Tributos a pagar e processos trabalhistas	29.028	26.258	26.768
Imposto de renda e contribuição social diferidos	135.110	103.600	97.174
Demais contas a pagar	22.610	92.649	41.242
	<u>2.218.586</u>	<u>1.090.654</u>	<u>333.116</u>
PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA:			
Participação	<u>288.728</u>	<u>180.722</u>	<u>100.302</u>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO:			
Capital social	1.356.991	1.354.124	1.581.527
Reservas de capital	23.522	6.157	367.034
Reservas de lucros	740.436	580.813	(11)
	<u>2.120.949</u>	<u>1.941.094</u>	<u>1.948.550</u>
TOTAL PASSIVO	<u><u>7.557.503</u></u>	<u><u>4.781.705</u></u>	<u><u>3.025.511</u></u>

Fonte: CVM, <www.cvm.org.br>, acesso em 02mai09

Tabela 4: Balanço patrimonial consolidado da Cyrela S.A. - Passivo

Demonstrações dos Resultados (R\$ mil)

	2008	2007	2006
RECEITA OPERACIONAL BRUTA:			
Incorporação e revenda de imóveis	2.930.822	2.031.023	1.134.931
Prestação de serviços e outras	36.627	48.416	21.837
	2.967.449	2.079.439	1.156.768
Deduções de vendas (Impos. e devol.)	(120.008)	(80.900)	(40.087)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	2.847.441	1.998.539	1.116.681
Custo dos imóveis vendidos	(1.764.861)	(1.221.567)	(645.174)
LUCRO BRUTO	1.082.580	776.973	471.507
RECEITAS/DESPESAS OPERACIONAIS:			
Vendas	(366.684)	(262.987)	(131.233)
Honorários dos administradores	(9.394)	(3.297)	(1.797)
Gerais e administrativas	(212.648)	(133.653)	(72.949)
Equivalência Patrimonial	(42.755)	103.922	-
Despesas financeiras	(201.520)	(116.922)	(84.450)
Receitas financeiras	190.740	144.188	115.786
Outras receitas/despesas operacionais	1.676	1.413	-
	(640.585)	(267.336)	(174.643)
LUCRO ANTES DOS IMPOSTOS	441.995	509.638	296.864
Imposto de renda e contribuição social	(112.399)	(65.527)	(26.008)
Participação dos administradores	(4.055)	(3.000)	(4.603)
Participação minoritária	(47.833)	(54.350)	(23.970)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	277.708	386.761	242.283

Fonte: CVM, <www.cvm.org.br>, acesso em 02mai09

Tabela 5: Demonstrações dos resultados da Cyrela S.A.

Análise do Desempenho Econômico da Cyrela

	2006	2007	2008
Margem Bruta	42,2%	38,9%	38%
Margem EBITDA	24,1%	26,2%	24,2%
Margem Líquida	21,7%	14,1%	11,2%
ROA	11,8%	9,9%	7,8%
ROE	12,4%	14,9%	15%
ROCI	16,8%	16,2%	12,5%

Tabela 6 – Análise do desempenho econômico da Cyrela S.A.

Observar-se que as Margens Bruta e Ebitda se mantiveram constantes nos últimos três anos. Porém a Margem Líquida tem diminuído e mudado de patamar.

Quanto a rentabilidade, percebe-se um aumento ROE, que passou de aproximadamente 12,4% em 2006 para 15% em 2008, o que mostra que o Lucro Líquido tem aumentado mais que proporcionalmente ao investimento de capital dos sócios da empresa.

Análise da Situação Financeira da Cyrela

	2006	2007	2008
Liquidez Corrente	2,51	1,65	1,65
Liquidez Seca	1,29	0,97	0,97
Liquidez Imediata	0,12	0,24	0,24
PMR	173	123	151
PMC	28	19	27

Tabela 7 – Análise da situação financeira da Cyrela S.A.

Os índices de Liquidez Corrente e Liquidez Seca diminuíram nos últimos três anos. O índice de Liquidez Imediata melhorou, que em 2006 era de (12%), atingindo em 2008 o valor de (24%).

O Prazo Médio de Recebimento diminuiu, em 2006 era de 173 dias, em 2008 passou para 151 dias, melhorando o ciclo financeiro.

O Prazo Médio de Pagamento se manteve constante, em 2006 era de 28 dias, em 2008 passou para 27 dias.

Análise do Endividamento & Risco de Inadimplência da Cyrela

	2006	2007	2008
D / E	0,06	0,43	0,97
D / (D+E)	0,06	0,30	0,49

Tabela 8 – Análise do endividamento & risco de inadimplência da Cyrela S.A.

Verificou-se que a Cyrela tem aumentado a sua alavancagem financeira, saindo de uma relação D / (D+E) de 0,06 para 0,49.

Análise do Ambiente de Negócios da Cyrela

O mercado imobiliário no Brasil, tanto nas atividades de incorporação como nas de construção, é extremamente pulverizado, nenhum dos participantes detém mais de 1% do mercado nacional.

Foi em plena crise que o ano de 2009 iniciou-se, com vários países criando “pacotes de salvação”. Medidas anticíclicas foram adotadas pelo Governo

Federal, tanto no campo fiscal quanto no monetário. Sem dúvida, as mais importantes para a Cyrela são as tomadas no setor habitacional.

Com o programa “Minha Casa, Minha Vida”, cujo objetivo é construir um milhão de moradias. Esse programa tem grandes chances de dar resultado, pois pela primeira vez foram contatadas a iniciativa privada, que desenvolveu modelos de construções acessíveis a população e capaz de se viabilizar economicamente.

Diante da crise de 2008, esperava-se que a recuperação dos níveis de comércio mundial, crédito e principalmente de atividade econômica, acontecesse somente em 2010, onde a partir de então se acreditava que o Brasil voltaria a apresentar taxas de crescimento do PIB acima de 5% ao ano.

Elaboração das Premissas:

Receitas:

Receita projetada (MMR\$)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Bruta	4.154	5.400	6.480	7.777	9.332	11.199	13.438
Receita Líquida	3.986	5.182	6.218	7.462	8.955	10.746	12.895

Tabela 9 – Receitas projetadas da Cyrela S.A.

Margens:

Receita projetada (MMR\$)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida	3.986	5.182	6.218	7.462	8.955	10.746	12.895
EBIT	958	1.246	1.495	1.794	2.153	2.583	3.100

Tabela 10 – Margem de lucro projetado da Cyrela S.A.

Custo de Capital

WACC:

Dados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
WACC Nominal R\$	14,1%	13,6%	13,1%	12,6%	12%	12%	12%

Tabela 11 – Custo de capital projetado da Cyrela S.A.

Valor Justo

Fluxo de Caixa Descontado (MMR\$):

ANO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Perpetuidade	Total
FCFE	205	361	532	670	835	1.033	1.271		
FCFF	217	388	619	738	881	1.052	1.258		
Dividendos	42	61	79	105	138	187	233		
Valor Presente									
FCFE	177	271	350	389	433	479	526	8.694	11.321
FCFF	190	299	422	447	476	508	543	9.033	11.923
Dividendos	36	45	52	61	71	86	96	1.595	2.046

Tabela 12 – Fluxo de caixa descontado projetado da Cyrela S.A.

Valor Justo da Ação:

	Valor(MMR\$)	Ponderação	Valor Ponderado
FCFE	11.321	30%	3.396
FCFF	11.923	10%	1.192
Dividendos	2.046	60%	1.227
		Valor da Cyrela	5.816
		Numero de ações	368.552M
		Valor da Ação	R\$ 15,78

Tabela 13 – Calculo do valor justo da ação da Cyrela S.A.

2.4.5 Recomendação

Considerando que na data da avaliação (10/06/2009) as ações da Cyrela estavam cotadas a R\$ 13,61, o valor justo de R\$ 15,78 indica um upside (potencial de valorização) de aproximadamente 16%, determinando **uma indicação de compra.**

2.5 Finanças Comportamentais

Finanças Comportamentais é um tipo de revolução que tem ocorrido em finanças e economia, nos últimos 20 ou 30 anos. Porém, ainda permanece em alguns pontos controversos.

Podemos definir Finanças Comportamentais como um ramo do estudo de Finanças que tem como objetivo a revisão e o aperfeiçoamento do modelo econômico-financeiro atual, pela incorporação de evidências sobre a irracionalidade do investidor.

Para Halfeld (2001), o surgimento das Finanças Comportamentais no meio acadêmico remete ao final da década de 70, com a publicação dos trabalhos de Kahneman e Tverski (1979) sobre o comportamento e o processo de tomada de decisão do ser humano em situações de risco.

Intencionando compreender as atitudes do investidor no dia-a-dia do mercado financeiro, os autores apresentaram problemas diversos a diferentes grupos de pessoas, nos quais esses indivíduos eram levados a tomar decisões tendo como base o benefício (ganho ou perda) e o risco envolvidos nessa decisão.

Desse estudo, surgiu um dos mais importantes conceitos das Finanças Comportamentais, a aversão à perda, segundo o qual as pessoas sentem muito mais a dor da perda que o prazer obtido com um ganho equivalente.

“A segunda idiosincrasia é que nos concentramos no que podemos perder, e não naquilo que podemos ganhar. Quando damos um preço à nossa amada Kombi, portanto, pensamos mais no que vamos perder (seu uso) do que naquilo que vamos ganhar (dinheiro para comprar outra coisa). Do mesmo modo, o dono do ingresso se concentra em perder o jogo, e não em imaginar o prazer de receber dinheiro ou o que pode comprar com ele. A nossa aversão à perda é uma emoção forte, e conforme explicarei mais adiante neste livro, às vezes essa emoção nos faz tomar decisões ruins. Quer saber por que quase sempre nos recusamos a vender parte de nossas amadas quinquilharias e, quando as vendemos, pedimos um preço exorbitante? Assim que começamos a pensar em abrir mão de nossos preciosos bens, já estamos lamentando a perda.” (ARIELY, 2008, p. 108).

Conforme Statman (1999) a teoria clássica de finanças é construída baseada no conhecimento e sobre os pilares dos princípios de arbitragem de Miller e Modigliani, nos princípios de portfólio de Markowitz, na teoria da determinação de preços dos ativos (CAPM) de Sharpe, Lintner e Black, e a teoria de precificação de opções de Black, Scholes e Merton. As Finanças Tradicionais são consistentes porque ela usa um mínimo de técnica para construir uma teoria única com a intenção de responder a todas as questões de finanças.

De acordo com Statman (1999) muitas pessoas pensam que as Finanças Comportamentais introduz a psicologia nas finanças, mas a psicologia nunca esteve fora de finanças. Embora modelos de comportamentos diferem, todos os comportamentos são baseados em psicologia.

Finanças Comportamentais, como as Finanças Tradicionais, são construídas com algumas técnicas que tem muitos usos. Muito das técnicas de Finanças Comportamentais são idênticas aquelas das Finanças Tradicionais, mas muitas são diferentes porque elas refletem um modelo diferente de comportamento humano.

“As Finanças Comportamentais demandam conhecimentos principalmente da Economia, Teoria de Finanças, Psicologia e Sociologia, para explicar o modelo de comportamento do investidor em suas decisões no mercado financeiro. Considera na construção desse modelo aspectos polêmicos do comportamento humano, descritos muitas vezes por uma postura mais afastada da racionalidade.” (ASSAF NETO, 2010, p. 40).

As técnicas de Finanças Comportamentais incluem suscetibilidade a quadros e outros erros cognitivos, variando atitudes a riscos, aversão a regressão, imperfeito autocontrole, e preferência para ambos os utilitarismo e característica de expressão de valor.

Quadros são uma parte da Teoria das Possibilidades de Kahneman e Tversky (1979). O dinheiro ganho em dividendos é diferente do dinheiro de ganho de capital na Teoria das Possibilidades, porque nos quadros dos investidores o dinheiro entra em duas contas mentais distintas.

A estrutura da conta mental de ganhos com dividendos e ganhos de capital são uns de muitos quadros. As pessoas sempre mantêm seus portfólios de dinheiro em separadas contas mentais ou “bolsas”. Uma porção do dinheiro é para a aposentadoria, outra é dinheiro para diversão, outra quantidade é para pagar o colégio dos filhos, e outra ainda é dinheiro para as férias.

Uma segunda parte da Teoria das Possibilidades nos diz que as pessoas variam a sua atitude de aversão ao risco, com relação a suas diversas contas mentais.

As pessoas são sempre altamente adversas ao risco com seu dinheiro destinado a conta mental de proteção ao desemprego e muito menos adverso ao risco, até mesmo procurando o risco, em sua conta mental de potencial ganhos alto.

Pessoas são “racionais” em Finanças Tradicionais; elas são “normais” em Finanças Comportamentais. Pessoas racionais se preocupam sobre características utilitárias mas não de expressão de valor, nunca são confundidas por erros cognitivos, tem perfeito alto controle, são sempre adversas ao risco, e nunca são adversas a regressão. Pessoas normais não obedecem a sequencia apresentada.

As Finanças Comportamentais vêm contribuindo bastante para um melhor entendimento do mercado financeiro, ao inserir nos estudos a participação humana dos investidores.

Os investidores, ao atuarem no mercado financeiro, costumam cometer erros determinados geralmente por desvios e interferência em sua conduta racional, todas as pessoas, indistintamente, podem ser afetadas por suas tendências psicológicas.

Os modelos de Finanças Comportamentais procuram explicar como os aspectos da psicologia cognitiva dos indivíduos interferem em suas decisões, e também como esse comportamento individual influencia o mercado. Entre os diversos padrões de comportamento dos investidores, os mais conhecidos são a aversão a perda e a autoconfiança.

A maioria das pessoas está agora reconhecendo as finanças comportamentais como um importante elemento de finanças.

Outra revolução que esta acontecendo em paralelo, de grande significância, é a revolução da neurociência que diz respeito ao cérebro humano. E o cérebro humano é um órgão muito complicado.

Economistas tem usado o princípio de racionalidade como um componente derivado de sua teoria, e tem sido útil, mas de limitado uso, porque pessoas não são racionais. Elas são quase sempre racionais, mas não completamente racionais. E muitas vezes as pessoas se comportam estupidamente. Elas são brilhantes em muitos assuntos, mas também cometem importantes enganos.

“Legiões de psicólogos empíricos das escolas heurísticas e de vies mostraram que o modelo de comportamento racional sob incerteza não é apenas grosseiramente inexato e sim simplesmente errado como forma de descrição da realidade. Os resultados também incomodam economistas platonizados porque revelam que existem muitas formas através das quais se pode ser irracional.” (TALEB, 2011, p. 239).

Os principais vieses psicológicos, que nos afetam na tomada de decisões sobre investimentos são:

2.5.1 Excesso de Confiança

Investir é um processo. Envolve coletar informações, analisá-las e, com base nisso, tomar uma decisão. Contudo, o excesso de confiança pode-se interpretar erroneamente a precisão das informações e superestimar nossa habilidade de analisá-las. Isso pode levar a decisões medíocres de investimento, que normalmente se manifestam em excesso de transações, assunção de maiores riscos e, ainda, prejuízos no portfólio.

A carteira de ações dos investidores excessivamente confiantes correm um risco maior por dois motivos. O primeiro é a própria tendência de comprar ações de alto risco, geralmente de companhias menores e mais novas; o segundo, a tendência de concentrar o portfólio.

Os estudos de Barber e Odean (2000) mostram que os investidores com excesso de confiança assumem mais riscos. De modo geral, investidores com excesso de confiança pensam que suas decisões são menos arriscadas do que geralmente são.

Com o uso da internet, o acesso às informações para investidores individuais é quase tão bom quanto o disponibilizado a profissionais. Contudo, a maioria das pessoas não tem o treinamento e a experiência dos profissionais, portanto tem menos condições de interpretar as informações.

O controle que a pessoa percebe ter sobre uma situação produz autoconfiança, mas também pode ser ilusório. Por exemplo, achar que está se dando bem porque tem habilidade necessária, quando, na verdade, se trata de acaso, pode deixar a pessoa com a falsa impressão de que “esta tudo dominado”, e é ela quem controla aqueles eventos.

Quando o otimismo toma o lugar do raciocínio, da análise mais clara dos fatos, da ponderação prudente, do pensar em outras palavras. E passa a reinar, incontestemente, condicionado apenas ao nosso desejo que, aliás, é uma incógnita.

Parece arriscado deixar nossas escolhas e ações nas mãos de uma instância tão volúvel e com ampla margem para inconsistência

2.5.2 Satisfação e Arrependimento

Nofsinger (2010), as pessoas evitam atitudes que geram arrependimento e buscam as que causam satisfação. Satisfação é a alegria de perceber que a decisão foi acertada. Arrependimento é a dor que surge quando se percebe que a decisão tomada não deu certo.

Dois economistas financeiros, Shefrin e Statman (1985), demonstraram que o medo do arrependimento e a busca pela satisfação tornam os investidores predispostos a vender cedo demais as ações que estão tendo bom desempenho e a ficar por muito tempo com as que não estão. O que é chamado de Efeito da Disposição.

Ferreira (2011), cita que Daniel Kahneman, psicólogo israelense-americano, ganhador do prêmio Nobel de economia em 2002, afirma com todas as letras que corremos riscos, porque não nos damos conta de que se trata de riscos.

É a aversão à perda, e não ao risco, a responsável em correr o risco de perder mais do que seria necessário. Na ânsia de evitar uma perda, ficamos meio fora do eixo e aceitamos correr riscos que, em outras situações evitaríamos como o diabo a cruz.

Neste momento, é bem possível mesmo que o quadro todo esteja sendo representado em nossa mente com muitos sinais trocados. Como exemplo, segura-se ações que estão se desvalorizando rapidamente porque tem-se a certeza de que vai virar, e então recuperaria tudo que se perdesse se realizasse agora.

2.5.3 Considerações sobre o Passado

Há uma tendência de se usar um resultado passado como fator para a avaliação de uma decisão atual arriscada. As pessoas dispõem-se a assumir riscos maiores após um ganho e riscos menores após uma perda.

Em geral, costuma-se pedir muito mais por um objeto, ao colocá-lo à venda, do que se estaria disposto a pagar por ele. A isso dá-se o nome de Efeito Doação. Ao que tudo indica, o caso não é que as pessoas superestimem a atratividade daquilo que possuem, mas a dor associada a se desfazer desse objeto é aquilo que realmente mais as afeta.

Denomina-se de Dissonância Cognitiva, quando o cérebro se defronta com duas ideias opostas: “sou simpático, mas não sou simpático”. Para evitar a dor psicológica, as pessoas tendem a ignorar, rejeitar ou minimizar qualquer informação que entre em conflito com sua auto-imagem positiva.

As pessoas querem acreditar que suas decisões de investimentos foram boas e, ao se confrontarem com a evidência em contrário, seus mecanismos cerebrais de defesa filtram as informações contraditórias e alteram a lembrança sobre as decisões.

Ferreira (2011), cita que Shiller classifica o termo dissonância cognitiva, como o conflito mental que experimentamos quando nos vemos diante de evidências que apontam que nossas crenças e suposições estão erradas.

A raiva, a revolta e o desespero podem ser tão grandes que nos levam a comportamentos que, em outras condições, não teríamos. Como correr o risco de perder mais ainda.

E funciona para o dois lados. No lado de permanecer com as ações que estão caindo. Como no lado de vender rapidamente as ações que estão subindo, com receio de que voltem a cair, impondo perdas.

Quando as coisas saem de forma diferente da esperada, causa surpresas; que possuem inegável componente emocional, podem ter contornos que não fariam sentido se tomadas apenas pela racionalidade.

Por exemplo: um ganho menor pode trazer mais prazer do que outro, maior, quando o primeiro está atrelado a uma alta inesperada no preço negociado. Por outro lado, desaponta, quando a uma expectativa de que o ganho seria ainda maior, sendo menor do que o esperado.

Vale o mesmo para uma perda: pode ser sentida como uma ótima surpresa, se representar um valor menor que o esperado.

2.5.4 Contabilidade Mental

Conforme Nofsinger (2010), as pessoas utilizam um sistema de contabilidade mental. Imagine que o cérebro usa um sistema semelhante a um arquivo, em que decisões, atitudes e consequentes resultados são colocados em pastas separadas. Essa pastas, por sua vez, contem os custos e benefícios associados a uma determinada decisão. Como exemplo, as pessoas tem dinheiro aplicado em contas de poupança que rendem muito pouco, no entanto tomam empréstimos com altas taxas de juros, perdendo dinheiro.

É sabido que os investidores evitam vender ações com prejuízo, pois não querem sofrer a dor emocional do arrependimento. A venda de uma ação no prejuízo fecha a conta mental e desencadeia a arrependimento.

Outro exemplo de contabilidade mental, é a forma como nós efetuamos os pagamentos, se usamos dinheiro vivo, tendemos a ficar mais cuidadoso, até muito econômico.

Mas quanto mais afastamos do dinheiro concreto, menos nossa mente enxerga isso como sendo dinheiro de verdade. Daí ocorre que é mais fácil gastar usando cartão de crédito ou cheque.

Estudos sugerem que formas menos transparentes de pagamento tendem a ser tratadas como dinheiro de brincadeira e são, mais facilmente usadas.

2.5.5 Formação de Carteiras de Ações

Os investidores apreciam a ideia da diversificação, mas não constroem sua carteira de ações de acordo com a Teoria do Portfólio.

Shefrin e Statman (2000), demonstram que os vieses psicológicos dos investidores fazem-nos pensar em suas carteiras como se fossem uma pirâmide de ativos. Cada uma de suas camadas representa ativos destinados a atingir um objetivo específico.

2.5.6 Emoção e Decisões de Investimento

As emoções interagem com o processo cognitivo de avaliação e acabam levando a uma decisão. Às vezes, as reações emocionais divergem da razão e da lógica para dominar o processo de tomada de decisão. Quanto mais complexa e incerta a situação, mais as emoções influenciam a decisão.

Como as decisões financeiras são complexas e incluem risco e incerteza, podem ser influenciadas por sentimentos ou pelo humor. A isso chamamos de viés da atribuição indevida.

Considerando-se que a decisão de se comprar ou vender uma ação é baseada em expectativas, a visão tradicional das finanças é incorporada pelo modelo de expectativas racionais. Que apregoa que as expectativas do investidor são derivadas do uso de ferramentas, como a análise fundamentalista e a moderna teoria de portfólio. Nesse modelo requer que os investidores resolvam tais incertezas de maneira racional, não enviesada. Contudo, as evidências indicam que as pessoas fazem escolhas enviesadas e irracionais, levadas pela emoção e erros cognitivos.

O excesso de otimismo ou a exuberância irracional faz aos investidores o risco de superestimarem o desempenho esperado. Os investidores otimistas tendem a buscar ações com bom histórico e a ser menos críticos, ao passo que os pessimistas, tendem a ser mais analíticos. O otimismo aumentado e extremado pode causar bolhas de mercado.

2.5.7 Autocontrole e Tomada de Decisões

A crise financeira de 2008 trouxe à tona a incapacidade de prever o comportamento dos agentes econômicos pela interpretação do “homem econômico” neoclássico.

“A crise do *sub-prime* foi a maior notícia do cenário econômico mundial de 2007. Considerada a maior crise desde a quebra da bolsa em 1929, ela gerou uma grande falta de liquidez no mercado, criando uma bola de neve na qual quem tem dinheiro não empresta, fazendo com que a moeda não gire e deixe toda a economia estagnada.

O gatilho dessa crise foi o *sub-prime*, uma linha de crédito de alto risco em que o banco emprestava dinheiro para a compra de casas sem a necessidade de o indivíduo comprovar renda, ou qualquer outra garantia, apostando somente no crescimento do mercado imobiliário.” (PINHEIRO, 2012, p. 147).

Outra forma de interpretar o comportamento dos agentes é a racionalidade limitada. Keynes (1982), ao introduzir o conceito de expectativas, em estudo desenvolvido na década de 30, traz a tona um limitador da racionalidade, pois os indivíduos se preocupam com o que irá acontecer no momento em que tomam suas decisões.

Para o autor, os agentes econômicos são movidos pelo “*animal spirit*”, apesar de serem racionais. Uma aplicação da racionalidade limitada é a Economia Comportamental. Esta incorpora contribuições da psicologia e da sociologia e defende que durante o processo decisório, os agentes são influenciados por uma série de fatores tanto externos como da própria natureza humana que afetam a tomada de decisão.

“O núcleo da ilusão é que acreditamos que compreendemos o passado, o que implica que o futuro também pode ser conhecido, mas na verdade

nós entendemos o passado menos do que acreditamos que fazemos. Saber não é a única palavra que fomenta essa ilusão. No uso comum, da intuição e premonição palavras também são reservadas para pensamentos do passado que acabam por virar verdade. A declaração “Eu tive uma premonição de que o casamento não iria durar, mas eu estava errado” soa estranho, como qualquer sentença sobre uma intuição que se revelou falsa. Para pensar com clareza sobre o futuro, precisamos limpar a linguagem que usamos em rotular as crenças que tivemos no passado.” (KAHNEMAN, 2011, p.201, tradução nossa).

Como exemplo, verificou-se que bem mesmo a recuperação de quase 20% do Índice Bovespa no início do ano de 2012, animou os investidores a voltar a colocar dinheiro em ações. Os números mostram que, pelo décimo mês consecutivo, o número de contas de pessoas físicas caiu, encerrando fevereiro em 569.826. No ano passado, mais de 27 mil pequenos investidores deixaram o mercado acionário.

Os números mostram que o total de pessoas físicas com conta em bolsa de valores cresceu rapidamente durante 2006 e 2007, auge das aberturas de capital, denominadas pelo mercado de IPO – *Initial Public Offering*. Naquele momento, o mercado vivia um período de euforia, de liquidez farta. Era praticamente regra uma empresa abrir capital e ver suas ações se valorizarem acentuadamente já no primeiro dia de pregão.

Foi um comportamento de manada¹, com os investidores entrando na bolsa num momento de alta, praticamente buscando o bilhete premiado. Os investidores pensavam, se esta dando certo para todo o mundo, também vai dar certo para eles.

Olhavam o retorno passado e projetavam os ganhos futuros, mas isso não é verdade absoluta quando o assunto é investimento. Como o mercado foi bastante ruim em 2010 e 2011, novamente houve a desmotivação do investidor que aplicou na bolsa e perdeu dinheiro.

¹ Efeito manada: comportamento de um investidor que segue o comportamento geral do mercado sem fazer sua análise específica.

Shefrin e Thaler (1981), descrevem o problema do autocontrole como a interação entre as duas metades que há no ser humano: o ser planejador e o executor. O executor deseja consumir agora em vez de esperar até mais tarde, bem como adiar tarefas desagradáveis. O planejador deseja deixar o consumo para mais tarde e completar tarefas desagradáveis agora. O conflito entre desejo e força de vontade ocorre porque as pessoas são influenciadas por preocupações racionais a longo prazo e por fatores emocionais a curto prazo.

2.6 OS GRANDES INVESTIDORES

2.6.1 - GEORGE SOROS

Arnold (2011), cita que George Soros é o mais respeitado administrador de fundos hedge que investe em amplas categorias, setores e fatores econômicos, baseado em sua visão de ativos terem preços “longe do equilíbrio”.

“De acordo com George Soros, o “viés” dos investidores com relação a uma ação, seja positivo ou negativo, faz com que os preços subam ou desçam. Esse viés funciona como um “fator de auto-reforço”, que então interage com “tendências subjacentes” para afetar as expectativas dos investidores. O preço das ações não é determinado pela reação incisiva a informações disponíveis, mas sim por percepções provocadas mais por fatores emocionais do que por dados concretos. O movimento de preços daí resultante pode levar a direção a recomprar ações ou a entrar em uma fusão ou em uma aquisição total ou parcial, influenciando assim os aspectos fundamentais da ação.” (SLATER, 1998, p. 28).

Ele ganhou uma fortuna para si e para os investidores do Quantum Fund. Pode-se aprender com Soros:

- (a) Uma nova forma de olhar para o comportamento de preços de mercado: eles são resultados de um mecanismo de feedback de mão dupla com participantes (investidores), alterando preços e constituintes fundamentais em resposta às suas percepções (equivocadas) ?
- (b) A exploração da irracionalidade da multidão.
- (c) Agir com independência de mente e decisão.

Soros não ficou só famoso como o homem que ganhou US\$ 1 bilhão em poucos dias apostando que a Libra não conseguiria manter sua alta taxa contra outras moedas no mecanismo europeu de taxas de câmbio (1992). Mas se tornou o maior benfeitor, promovendo a sociedade aberta em todo o mundo.

Nada mal para um adolescente pobre que teve de fugir do terror nazista, aguentar a brutalidade totalitária comunista e a indiferença britânica. Os triunfos de Soros podem ser entendidos pelos seus pensamentos:

(a) Paradigma de Soros

Para Soros, o paradigma mais popular de que os mercados financeiros tendem ao equilíbrio é tanto falso quanto enganoso. Para ele os preços de mercado não se detêm no ponto de equilíbrio teórico, e, sim, que estão em um contínuo estado de mudança em relação ao equilíbrio teórico.

As pessoas que tomam decisões produzem um impacto sobre a situação (a função manipulativa), que muda a situação, que tende a mudar suas percepções (a função cognitiva).

Como exemplo, no mercado de ações observamos que as pessoas negociam ações em antecipação de preços futuros, mas esses preços são determinados pelas expectativas dos investidores.

Não se pode assumir que as expectativas do mercado sejam uma forma de conhecimento da mesma forma que um cientista físico, pode prever os movimentos das estrelas.

(b) Bolhas

Soros vê as bolhas como consistindo em dois componentes:

1. Uma tendência baseada na realidade.
2. Uma concepção equivocada ou uma má interpretação dessa tendência.

Os mercados financeiros normalmente corrigem erros, mas, ocasionalmente, eles podem levar à criação de uma bolha. Isso acontece quando as más interpretações reforçam a tendência prevalecente.

Então, a distância entre realidade e a interpretação da realidade feita pelo mercado pode crescer cada vez mais. Em algum ponto, o tamanho da distância se torna tão grande que é insustentável. O conceito equivocado é reconhecido pelo que é, e os participantes ficam desiludidos.

A tendência é revertida, com os preços dos ativos caindo, desaparece o valor da garantia que apoiava a maior parte dos empréstimos para as compras, levando à exigência de cobertura e as vendas com prejuízo. No final, há uma fuga na outra direção.

(c) Reflexividade

Os que presumem que a vida econômica seja racional e lógica também argumentam que não há discrepâncias nos mercados financeiros. A maioria dos investidores acredita que pode prever o que o mercado fará no futuro, ou seja, considerar com antecedência os desdobramentos futuros.

Para Soros, isso seria impossível, qualquer ideia sobre como será o futuro é por definição enviesada e parcial. Não queria dizer que os fatos e as crenças existam de maneira autônoma. Pelo contrário, o que ele tem argumentado ao expor a teoria da reflexividade é que o que as crenças fazem é alterar os fatos.

A teoria de Soros inclui a noção de que os preços que os investidores pagam não são apenas reflexos passivos do valor. Ao contrário, são ingredientes ativos para criar uma valorização das ações.

Esse feedback de ida e volta entre a percepção e a realidade, que Soros denomina de reflexividade, constitui a chave de sua teoria.

2.6.2 - WARREN BUFFETT & CHARLES MUNGER

Arnold (2011), cita que Buffett nasceu em 1930 em Omaha, Nebraska, Estados Unidos, onde ainda vive. Desde jovem, Buffett mostrou uma forte aptidão para o dinheiro e os negócios, demonstrando tanto empreendedorismo quanto iniciativa.

Seu primeiro investimento aconteceu cedo. Aos 11 anos, ele e a sua irmã Doris, compraram três ações preferenciais da Cities Service a US\$ 38,25 por ação. As ações da Cities Service caíram para US\$ 27.

Em seguida subiu até US\$ 40, quando Buffett vendeu, mas elas mais tarde chegaram a US\$ 202 por ação, que poderia ter dado um lucro de US\$ 490 a Buffett e sua irmã.

Desse primeiro investimento, ele aprendeu três lições valiosas, que mostraram ser influentes por toda sua carreira de investimentos.

Lição um - não entre em pânico se os preços caírem. O investidor precisa de paciência e força de vontade para permanecer firme em caso de adversidade.

Lição dois - não venda para ter um lucro de curto prazo. Se o investidor tem a convicção de que seu investimento é bom, então não deveria vender para ter um lucro rápido. Essas duas lições ensinaram a Buffett sobre a importância de investir em boas empresas no longo prazo.

Lição três - Buffett aprendeu sobre a responsabilidade pessoal. Sentiu-se culpado quando a ação caiu porque sua irmã tinha confiado o dinheiro dela para ele. Estava determinado a ter certeza do sucesso, se fosse investir o dinheiro dos outros. Esse exemplo ético seria a base de sua vida profissional.

Buffett estudou na Columbia Graduate Business School, em que conheceu e estudou com Benjamin Graham, autor do livro *O Investidor Inteligente*, que para Buffett esse livro era “como ver a luz”.

Graham se tornou não só seu professor, mas também seu amigo. Buffett deixou a Columbia em 1951 com um mestrado em economia e uma valiosa compreensão dos princípios centrais de Graham: valor intrínseco e margem de segurança.

Enquanto estudava na Columbia, Buffett soube que Benjamin Graham era diretor de uma pequena companhia de seguros automobilísticos chamada Geico (Government Employees Insurance Company) e ficou curioso por conhecer.

Buffett ficou inspirado pelo que aprendeu, não só como funcionava a indústria do seguro, mas também os fatores que permitem que uma empresa seja superior à outra.

A Geico tinha uma clientela que era de baixo risco e, portanto, gerava excelentes margens de lucro. A empresa tinha um bom nicho de mercado e excelentes perspectivas de crescimento, uma equipe de vendas eficiente.

E, mais importante, uma substancial reserva de caixa, que quer dizer prêmios de seguro contratados, mas não indenizados. Deixando o dinheiro temporariamente disponível para investimentos.

Com 25 anos, Buffett volta para a sua cidade Omaha, com uma sólida base nos princípios de investimento de Graham. Cheio de confiança em sua própria capacidade e com um fundo de US\$ 174 mil, resultados de bons investimentos.

Com a intenção de colocar tudo o que havia aprendido na prática, começou a sua própria empresa de investimentos, dirigida com altos padrões de integridade e disciplina.

Ele via Omaha como um lugar muito melhor para pensar em investimentos do que Nova York, em que havia muitos estímulos o tempo todo. E que pode levar a um comportamento louco enquanto responde ao imediato e perde a visão dos fatores realmente importantes para um investidor.

Em 1962, Buffett através de sua empresa de investimentos, começou a adquirir ações da Berkshire Hathaway, uma grande empresa têxtil em um setor industrial em declínio.

Buffett e seus gerentes fizeram tudo o que puderam para que a empresa lucrasse a fim de justificar a quantidade de capital que ela usava. Mas foram derrotados pela economia da indústria têxtil.

Em 1967, a experiência anterior de Buffett com a Geico o encorajou a usar US\$ 8,6 milhões dos fundos da Berkshire Hathaway para comprar duas empresas de seguro. Como Buffett já tinha percebido, a grande atração das empresas de seguro é sua reserva de caixa.

E, não é preciso dizer que se a seguradora faz tudo de forma apropriada e não corre nenhum risco desnecessário, a reserva aumenta e pode ser usada para gerar lucros por meio de investimentos. Em 1967, a reserva da Berkshire Hathaway era de US\$ 17,3 milhões. Em 2009, quarenta e um anos depois, essa reserva chegava a US\$ 62 bilhões.

“Uma das coisas que você irá descobrir – que é interessante e na qual as pessoas não pensam o suficiente – com a maioria das empresas e dos indivíduos é que a vida tende a atacá-lo em seu elo mais fraco. Minha experiência me mostrou que estes são os dois principais elos mais fracos: bebida e alavancagem – e alavancagem significa dinheiro emprestado, Warren Buffett.” (BUFFETT, 2010, p. 61).

Conforme Arnold (2011), Charles Munger nasceu em Omaha em 1924, alguns anos antes de Buffett. Ele tinha a mesma raiz e a mesma ética do meio-oeste de Buffett, que fez manter os pés no chão, mesmo quando estavam ganhando bilhões de dólares.

Trabalhou como advogado da área imobiliária até 1965, depois decidiu se concentrar em investimentos. Nessa época, ele conheceu Warren Buffett. Os dois se deram bem desde o começo e começaram a discutir projetos de investimentos. Só em 1978 que Munger se uniu oficialmente a Buffett e se tornou vice-presidente da Berkshire Hathaway.

Munger e Buffett são complementares em suas capacidades. Os dois são fortes apoiadores da ética nos negócios e abominam qualquer tipo de atividade suspeita.

Entendem que suas conquistas foram realizadas com inteligência, boa estratégia e firme disciplina, e os dois são da mesma visão de seu mentor, Benjamin Graham, de que investir em ações de uma empresa é assumir parte da propriedade, e estar interessado na manutenção de sua qualidade em vez de esperar uma chance para fazer uma grana fácil comprando e vendendo ações.

Buffett e Munger desenvolveram juntos uma filosofia de investimentos que foi extraordinariamente bem-sucedida.

Eles perceberam que para ser um investidor bem sucedido é preciso ser capaz de avaliar bem uma empresa. Buffett disse que as dez palavras mais importantes já escritas sobre investimentos estão no livro *O Investidor Inteligente* de Graham (1973): “investir é mais inteligente quando é mais semelhante a empreender”.

Investir bem envolve uma quantidade justa de trabalho duro, não tem nada a ver com sorte. O investidor precisa ser brilhante e disciplinado, preparado para passar tempo lendo não só informes da empresa e do setor sobre a empresa em estudo, mas também de outras empresas concorrentes do mesmo setor.

“A incerteza, na verdade, é amiga do comprador de valores de longo prazo. A incerteza no mercado de ações cria medo, e o medo gera pânico, e todos querem vender suas ações, derrubando os preços independentemente das perspectivas econômicas de longo prazo de uma empresa. Essa reação em cadeia cria uma oportunidade de compra se o valor econômico de longo prazo de uma empresa estiver

acima do preço de venda. Pois são os fundamentos econômicos de longo prazo que acabarão realinhando o preço da ação com a realidade da empresa. A riqueza de conhecimentos de Warren sobre os fundamentos econômicos de longo prazo de uma empresa permite que ele saiba com certeza quais ações voltarão a subir quando passar o surto de incerteza dos demais investidores.” (BUFFETT, 2007, p. 146).

Arnold (2011) cita que, Buffett e Munger adotam os seguintes critérios para seus investimentos, na escolha das empresas:

1. **Perspectivas Favoráveis no Longo Prazo** – a empresa deve ter um produto muito difícil de ser copiado e com perspectiva de aumento de produção, com poder de ganho consistente. A vantagem competitiva deve “dar água na boca” e ser duradora. Deve existir uma marca de valor econômico cercada por um fosso muito profundo.
2. **Operada por Pessoas Honestas e Competentes** - a direção precisa ser tanto estável quanto orientada aos acionistas. Ela deve ser altamente íntegra, confiável e admirada. As habilidades extraordinárias nas operações deveriam se combinar com a habilidade na alocação de capital.
3. **Uma Empresa que Você Entenda** – se você estiver certo sobre uma empresa cujo valor depende de um único fator-chave que é tão fácil de entender quanto duradouro, o pagamento é o mesmo como se tivesse analisado corretamente um investimento alternativo caracterizado por muitas mudanças constantes e variáveis complexas.
4. **Disponível a Um Preço Muito Atrativo** – é frequentemente possível identificar empresas que preenchem os três primeiros critérios. Mas tais empresas maravilhosas normalmente estão à venda por altos preços. O preço deve ser “razoável” em termos de sua relação com o valor intrínseco calculado, deixando uma grande margem de segurança. Felizmente, de tempos em tempos, excelentes empresas se encontram em circunstâncias incomuns e a ação é subavaliada pelo mercado.

O tipo favorito de empresa de Buffett é o que ele chama “inevitável”. São empresas fortes e eficientes que são dominantes em seu setor e vão continuar a ser assim até um futuro previsível.

Empresas de setores que não experimentam grandes mudanças, ou seja, com elas é possível prever ganhos futuros. Uma empresa assim é a Coca-Cola. Criada em 1886, cresceu rapidamente para dominar o mercado e manteve sua liderança desde então. A Coca-Cola foi se fortalecendo ano após ano, seu domínio estratégico e operacional persiste até hoje.

O círculo de competência é algo que todo investidor deve entender. É impossível para alguém pesquisar e entender um grande número de setores e empresas. O que o investidor precisa fazer é reconhecer isso e estabelecer um círculo de competência ao redor dessas empresas/ setores que ele é capaz de realmente entender.

Ainda de acordo com Arnold (2011), Buffett e Munger acreditam que o princípio de margem de segurança de Benjamin Graham é a pedra central do sucesso de seus investimentos. Não estão interessados em uma ação à venda por um pouco menos do que o seu valor.

Entendem que o valor intrínseco é o valor descontado em dinheiro que pode ser tirado de um ativo durante o resto de sua vida. Com ações, o valor intrínseco é muito mais difícil de estimar, dependendo se é feito com fatores qualitativos como a capacidade de gerenciamento ou a posição competitiva da empresa.

Não há dois analistas que chegarão ao mesmo número de valor intrínseco, já que isso depende de um julgamento pessoal de elementos como estimativas de fluxo de caixa futuro. Apesar do conceito ser um pouco impreciso, o valor intrínseco é muito importante, e Buffett e Munger veem como a única forma lógica para considerar a atratividade relativa de investimentos e negócios.

Eles concordam com os analistas financeiros treinados nas melhores escolas de negócios e organizações profissionais, que acreditam que o fluxo de caixa futuro é o que dá valor à ação. Mas diferem de como isso é obtido. Da pesquisa que fazem em uma empresa, um cálculo aproximado é satisfatório, livre de estatísticas infundáveis, que podem atrapalhar o quadro geral.

Buffett e Munger aconselham pesquisa cuidadosa e meticulosa em qualquer investimento possível. A empresa para investimento ideal é uma que possui forte marca de valor econômico, como Coca-Cola, Gillette e Disney. A atitude e a competência dos diretores também importam bastante. A direção precisa amar seu trabalho e deveria tratar a empresa como se fosse própria.

Para eles há certas armadilhas que os investidores devem evitar. Não é uma boa ideia por muita confiança em previsões de como o mercado de ações vai se comportar nos próximos meses. O conhecimento é a chave, e os investidores devem fazer sua lição de casa para entender as empresas escolhidas.

Heller (2008), menciona as chances de encontrar ações vencedoras aderindo aos princípios “do contra” de Buffett:

- invista em não mais de cinco ou dez papéis.
- compre apenas se puder aplicar na ação escolhida pelo menos 10% do total de seus investimentos.
- espere conservar seus investimentos para sempre.
- só invista seu dinheiro quando puder encontrar algo que valha a pena comprar.
- faça suas próprias pesquisas e faça com rigor.
- tenha sempre motivos sólidos, fundamentados e bem pesquisados para seus investimentos.
- ignore o mercado, a multidão e os modismos.

Buffett e Munger acreditam que a independência de pensamento é um ativo valioso. Investidores devem evitar seguir a multidão e ser influenciados pela horda dos chamados especialistas, mas devem também admitir quando

cometem erros. Ser muito ambicioso pode fazer os investidores tomarem más decisões. Eles almejam não mais do que 15% por ano em seus investimentos.

2.7 O GUIA DE SUCESSO DE JEREMY SIEGEL

Conforme Jeremy Siegel (2008), um guia de sucesso para investidores em ações, que foi elaborado para o mercado dos Estados Unidos, mas que pode ser aplicado ao resto do mundo, pode ser resumido em:

- 1. Permaneça com suas expectativas em linha com a história. Historicamente as ações tem retorno de 6,8% acima da inflação, nos últimos duzentos anos as ações foram vendidas em uma média de relação Preço-Lucro de aproximadamente 15.**

Um retorno real de 6,8%, que inclui reinvestir os dividendos, irá dobrar o poder de compra de sua carteira de ações em uma média em cada dez anos. Se a inflação permanecer entre 2 a 3%, em valores anuais, o retorno nominal das ações ficará entre 9 e 10%, o que irá dobrar o valor do dinheiro de sua carteira de ações a cada sete ou oito anos.

- 2. O retorno das ações é muito mais estável em longo período do que no curto prazo. Com o passar do tempo, em contraste com os títulos de renda fixa, as ações compensam as altas da inflação. Dessa maneira, quando o horizonte do investidor se torna longo, uma grande porção de seus ativos deverá ser aplicado em ações.**

A porcentagem do portfólio de ativos dos investidores que deverão ser colocados em ações depende das circunstancias individuais. Mas baseado em dados históricos, um investidor com um horizonte de longo prazo deve aplicar uma grande parte de seus ativos financeiros em ações.

Para prazos de aplicação de vinte anos ou mais, ações tem um alto

retorno e um baixo risco, mais do que títulos de renda fixa de empresas ou títulos da dívida pública.

- 3. Investir uma grande porcentagem de sua carteira de ações, em fundo de índices de ações de baixo custo que em sua carteira tenha ações de firmas globais.**

Há muitas maneiras de acompanhar o retorno dos índices de ações dos maiores mercados. Na última década vimos um explosivo crescimento dos ETFs (*Exchange-Traded Funds*) e dos fundos mútuos de índices.

Os dois fundos repetem muito próximo os valores dos retornos dos respectivos índices. Tem baixa movimentação e baixas taxas de impostos. Investidores capitalizados conseguem uma taxa de administração anual abaixo de 0,20% nesses fundos de índices.

- 4. Investir pelo menos um terço de seu portfólio de ações no mercado internacional, atualmente definido como aqueles em que as sedes das empresas não estão localizadas nos Estados Unidos. Ações em países de alto crescimento sempre ficam muito caras e de baixo retorno em dividendos para os investidores.**

Hoje nos Estados Unidos tem menos da metade do capital em ações do mundo, e essa fração está declinando rapidamente. Ações compradas no exterior é uma obrigação hoje em que vivemos em uma economia global.

No futuro, a localização geográfica da sede das empresas irá perder a sua importância como um fator importante para um investimento. O que, onde, e para quem a firma vende seus produtos irá dominar um novo sistema de classificação.

- 5. Historicamente, as ações de valor, aquelas com baixa relação Preço-Lucro e de alta distribuição de dividendos, tem retorno**

superior e baixo risco do que as ações de crescimento. Pode-se também aumentar o portfólio para ações de valor comprando cotas de fundo passivo de índice de ações de valor.

Ações com baixa relação Preço-Lucro e alta distribuição de dividendos tem ultrapassado o retorno do mercado nos últimos cinquenta anos e ainda com um baixo risco.

Uma razão para esse alto desempenho é que o preço das ações é sempre influenciado por fatores não relacionados ao seu valor real. Como liquidez e transações motivadas por impostos, especulação baseada em rumores, compras e vendas por investidores que fazem muitas operações diárias.

Nessas circunstâncias, as ações são vendidas abaixo do valor de seus fundamentos, e terá menos riscos e um melhor retorno aos investidores.

6. Finalmente, estabeleça firmes regras para manter sua carteira de ações conforme planejado. Especialmente se o investidor for levado pela emoção do momento.

Quando se muda as emoções dos investidores quase sempre muda o preço das ações para abaixo dos valores de seus fundamentos. A tentação de comprar quando todos estão comprando e vender quando todos estão vendendo é duro de resistir.

Como é difícil de ficarem aparte do sentimento do mercado, muitos investidores que negociam com frequência tem baixos retornos. As finanças comportamentais ajuda aos investidores entender e evitar as armadilhas psicológicas comuns que causa baixo desempenho ao mercado.

3 - PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo segue a abordagem positivista, a qual utiliza subsídios para explicar e prever determinados fenômenos. Baseando-se em observações da realidade, com dados empíricos processados quantitativamente, procura-se testar a hipótese delimitada para que se chegue a conclusões.

Ou seja, não é foco da abordagem positivista demonstrar como “deveria ser”, mas sim, aproximar-se ao máximo à realidade demonstrando “como realmente é”. Este caminho exige premissas alicerçadas em aparatos conceituais de natureza econômica.

Collis e Hussey (2005) e Roesch (2005) argumentam que a fase inicial de definição de um projeto de pesquisa tem muitas características qualitativas, mesmo que mais à frente seja necessário usar técnicas identificadas com pesquisa quantitativa. Assim, é razoável considerar que alguns trabalhos possam incorporar características qualitativas e quantitativas.

A pesquisa utilizada foi do tipo exploratória, onde foi usado o método quantitativo envolvendo a coleta e análise dos dados numéricos. A pesquisa foi baseada em dados secundários, coletados do banco de dados da empresa Economatica.

Este capítulo apresenta o desenho dos testes empíricos utilizados para avaliar o problema de pesquisa e as hipóteses levantadas na seção 1.1. Foi adotada a metodologia aplicada por Piotroski (2000) para se avaliar a utilidade da análise de fundamentos entre as empresas com alto índice de liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).

3.1 Método de Coleta de Dados

Para Collis e Hussey (2005), se o pesquisador é um positivista, é grande a

probabilidade de que seu interesse seja garantir que quaisquer conceitos que venha a usar sejam operacionalizados, ou seja, descritos de maneira que possam ser mensurados. Ele se concentrará no que considera serem fatos objetivos e formulará hipóteses.

Mas se o pesquisador é fenomenologista, ele estará examinando pequenas amostras, possivelmente durante um determinado período. Ele usará vários métodos diferentes de pesquisa para obter diferentes percepções do fenômeno e em sua análise tentará entender o que está acontecendo e procurará padrões que possam ser repetidos em outras situações semelhantes.

De acordo com Collis e Hussey (2005) e Roesch (2005), as tipologias positivistas (quantitativas), são assim definidas:

- Estudos Experimentais – é uma metodologia positivista em que se realizam experimentos em um laboratório ou em um ambiente natural de maneira sistemática.
- Estudo de Corte Transversal – é uma metodologia positivista projetada para obter informações sobre variáveis em diferentes contextos, mas simultaneamente. É um instantâneo de uma situação em andamento.
- Surveys – é uma metodologia positivista na qual uma amostra de sujeitos é retirada de uma população e estudada para se fazerem inferências sobre essa população. Depois de escolher a amostra usam-se entrevistas e questionários.
- Estudos Longitudinais – é um estudo muitas vezes associado a uma metodologia positivista. Trata-se de um estudo ao longo do tempo de uma variável ou de um grupo de sujeitos. O objetivo é pesquisar a dinâmica do problema, investigando a mesma situação ou problema várias vezes, ou continuamente, durante o período em que o problema acontece. Com frequência isso significa muitos anos.

Este trabalho se caracteriza como empírico – analítico, que, segundo Martins (2000, p. 26) é uma abordagem que utiliza técnicas de coleta, tratamento e análise de dados.

Dada às hipóteses de pesquisa, há uma forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A investigação é realizada através de análises estatísticas e econométricas amplamente utilizadas nas pesquisas em contabilidade.

Há muita confusão sobre os termos metodologia de pesquisa e métodos de pesquisa. Segundo Hussey e Collis (2005, p.61), metodologia refere-se a maneira global de se tratar o processo de pesquisa, da base teórica até a coleta e a análise de dados. Já os métodos referem-se apenas às várias maneiras de se coletar e/ou analisar dados.

E o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.

Estudo longitudinal é um método de pesquisa que visa analisar as variações nas características dos mesmos elementos amostrais (indivíduos, empresas, organizações, etc.) ao longo de um longo período de tempo - frequentemente vários anos. Os estudos longitudinais são muito usados na Psicologia, Medicina, e também na Economia e Sociologia.

Os estudos longitudinais são tipicamente estudos observacionais, pois geralmente se limitam a observar os elementos amostrais sem manipular fatores que possam alterar as variáveis de interesse. No entanto, podem ser utilizados também em estudos experimentais.

Por exemplo, para verificar a eficácia de um tratamento para o distúrbio do estresse pós-traumático, pesquisadores podem analisar o estado psicológico dos indivíduos incluídos no estudo antes de depois do tratamento, complementando o experimento com um estudo longitudinal, que acompanhará a eficácia do tratamento ao longo de vários anos.

Por meio dos estudos longitudinais, os cientistas sociais podem compreender as mudanças sociais melhor do que seria possível por meio dos estudos *cross section*. Os estudos longitudinais utilizam a mesma amostra em todas as

"ondas" de coleta de dados, enquanto os estudos *cross section* utilizam diferentes amostras a cada "onda" de coleta de dados.

Nesse último caso, é mais difícil estabelecer relações de causa-efeito entre variáveis, pois cada amostra utiliza diferentes indivíduos e as variáveis observadas podem apresentar variações em momentos diferentes, que não coincidem com o momento da coleta de dados.

Nos estudos longitudinais, por outro lado, os pesquisadores estão interessados na trajetória de vida dos indivíduos incluídos na amostra, o que permite uma compreensão mais profunda sobre as relações entre as variáveis observadas, como, por exemplo, entre nível educacional e empregabilidade, entre formação profissional e atuação da área, etc..

Segundo Hussey e Collis (2005, p.66), estudos de corte transversal são realizados quando há limites de tempo ou de recursos. Os dados são coletados apenas uma vez, em um período de tempo curto, antes de serem analisados e relatados. Portanto, estudos de corte transversal são um instantâneo de uma situação em andamento.

Hussey e Collis (2005, p.155), afirma que um paradigma positivista ou fenomenológico amplo, sempre haverá uma combinação de entradas quantitativas e qualitativas em seus dados gerando atividades. O equilíbrio dependerá de suas exigências analíticas e do propósito geral de sua pesquisa.

De acordo com Hussey e Collis (2005, p.186), um paradigma positivista, em geral esta coletando dados quantitativos dos quais terá de realizar alguma forma de análise estatística. Estes dados quantitativos tomarão a forma de valores numéricos que representam o número total de observações ou frequências para as variáveis que estão sendo estudadas.

A metodologia usada neste trabalho foi a positivista, com um estudo longitudinal, a intenção foi o estudo de uma variável ao longo do tempo. O objetivo foi pesquisar a dinâmica da variação de preços de um grupo de ações, de alta liquidez, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA.

3.2 Carteira de Ações Cíclicas

A amostra foi selecionada entre as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) durante o período de 1995 a 2010. Foi considerado empresas com situação financeira forte e com ações de alta liquidez.

Os dados relativos ao valor das ações foram coletados a partir da base de dados da Economatica e compreendem o período de dezembro de 1995 a dezembro de 2010.

3.3 Carteira de Ações Defensivas

Presumivelmente a análise promoverá retornos excedentes à média do mercado capitais ao identificar empresas com bons indicadores financeiros dentre as empresas boas pagadoras de dividendos.

Estas empresas estariam subavaliadas pelo mercado e seriam boas oportunidades de investimento.

A amostra foi selecionada entre as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) durante o período de 1999 a 2010. Foi considerado empresas boas pagadoras de dividendos e com ações de alta liquidez.

Os dados relativos ao valor das ações foram coletados a partir da base de dados da Economatica e compreendem o período de dezembro de 1999 a dezembro de 2010.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Carteira de Ações Cíclicas

A carteira projetada foi composta por 7 ações listadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&F Bovespa). Foram escolhidas as companhias: Metalúrgica Gerdau S. A., Gerdau S. A., Itaú Unibanco Holding S. A., Petróleo Brasileiro S. A. Petrobras, Telecomunicações de São Paulo S. A. Telesp, Vale S. A., Confab Industrial S. A..

São todas empresas com situação financeira forte e com ações na bolsa de valores com alta liquidez, todas com negócios diários no intervalo de 15 anos. Foram escolhidas empresas do setor metalúrgico, bancos, petróleo, telecomunicações, mineração, bens de capital. Essa diversificação foi no intuito de se minimizar riscos.

Aplicou-se o valor aproximado de R\$ 250,00, ajustados pelos lotes padrões de compra da Bovespa, em cada uma das empresas, como mostrado na tabela 14, em dezembro de 1995. O valor total da carteira era de R\$ 1.776,66.

A hipótese a ser avaliada é -- “H1 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de capitais (índice Bovespa)”.

Verificou-se pela tabela 14, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 205.554,70. E o valor aplicado em um fundo de investimento, passivo, que acompanhe o índice Bovespa, quando se aplica o mesmo valor da carteira projetada em dezembro de 1995, chegou-se a um valor de R\$ 28.641,46, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que os apresentados pelo fundo de investimento que acompanha o índice Bovespa. Esta diferença é economicamente significativa.

Agora a hipótese a ser avaliada é -- “H2 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos índices de inflação (IPCA)”.

Verificou-se pela tabela 14, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 205.554,70. E atualizando o valor aplicado na carteira projetada de R\$ 1.776,66, em dezembro de 1995, pelo índice de inflação IPCA, chegamos a um valor de R\$ 4.563,41, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que o valor atualizado pelo índice de inflação IPCA. Esta diferença é economicamente significativa.

A hipótese a ser avaliada é -- “H3 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de renda fixa, representado pelo CDI”.

Verificou-se pela tabela 14, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 205.554,70. E o valor aplicado em um fundo de investimento, que acompanhe a taxa Selic, para o mesmo valor da carteira projetada em dezembro de 1995, chegou-se a um valor de R\$ 22.376,82, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que os apresentados pelo fundo de investimento que acompanha a taxa Selic. Esta diferença é economicamente significativa.

MÊS	IPCA	Selic Ac	IBOV	GOAU4	GGBR4	ITUB4	VALE3
dez-95	1244,23	198,09	4299	0,11764	0,10367	0,56786	1,2334
dez-96	1363,24	252,39	7039,94	0,21019	0,17479	0,97188	1,0951
dez-97	1434,46	314,95	10196,5	0,3237	0,29586	1,3787	0,88173
dez-98	1458,2	405,62	6784,3	0,22977	0,21643	1,424	0,53169
dez-99	1588,56	509,41	17091,6	1,0792	1,2064	3,9015	2,2469
dez-00	1683,47	598,21	15259,2	0,87825	0,91399	4,7943	2,4876
dez-01	1812,65	701,8	13577,5	0,96417	1,1738	4,65	3,288
dez-02	2039,78	836,36	11268,4	1,9586	2,0393	4,66	6,6973
dez-03	2229,49	1031,61	22236,3	5,1179	5,133	8,16	11,575
dez-04	2398,92	1199,21	26196,2	11,396	8,5328	11,92	16,025
dez-05	2535,4	1427,66	33455,9	13,488	11,381	17,22	20,954
dez-06	2615,05	1642,91	44473	19,326	15,767	24,19	28,584
dez-07	2731,62	1838,02	63886	32,498	24,211	29,23	53,994
dez-08	2892,86	2067,43	37550	19,221	14,547	21,96	26,07
dez-09	3017,59	2272,71	68588	33,957	28,492	36,67	47,81
dez-10	3195,89	2494,92	69304	26,576	22,526	38,67	54,382

Fonte -- Economatica

Tabela 14 – Ações cíclicas x IBOV x Selic x IPCA I

MÊS	IPCA	Selic Ac	IBOV	CNFB4	TLPP3	PETR4
dez-95	1244,23	198,09	4299	0,033171	2,5478	0,5294
dez-96	1363,24	252,39	7039,94	0,095261	4,0862	1,1052
dez-97	1434,46	314,95	10196,5	0,18238	4,6207	1,7927
dez-98	1458,2	405,62	6784,3	0,09687	2,637	0,96252
dez-99	1588,56	509,41	17091,6	0,21502	5,1096	3,3364
dez-00	1683,47	598,21	15259,2	0,1413	4,1938	3,38
dez-01	1812,65	701,8	13577,5	0,3183	6,218	4,0379
dez-02	2039,78	836,36	11268,4	0,71421	6,6447	3,896
dez-03	2229,49	1031,61	22236,3	1,0238	13,631	6,9415
dez-04	2398,92	1199,21	26196,2	1,8789	20,174	9,3711
dez-05	2535,4	1427,66	33455,9	2,0306	19,414	14,87
dez-06	2615,05	1642,91	44473	3,3541	28,732	20,949
dez-07	2731,62	1838,02	63886	4,184	31,418	38,546
dez-08	2892,86	2067,43	37550	2,8263	27,953	20,773
dez-09	3017,59	2272,71	68588	4,7303	31,103	34,469
dez-10	3195,89	2494,92	69304	5,9441	35,988	26,553

Fonte – Economatica

Tabela 15 – Ações Cíclicas x IBOV x Selic x IPCA II

O retorno da estratégia de investimento é calculado com base na seleção de uma carteira igualmente ponderada das empresas selecionadas no grupo em análise. Considera-se uma estratégia de longo prazo (15 anos). Utiliza-se a estratégia *Buy-and-Hold*, ou seja, forma-se a carteira e mantém-se a posição pelo prazo estipulado (15 anos). Não há rebalanceamento antes deste prazo.

Ação	CodBovespa	Valor dez-95	Nº Ações	ValorTotal dez-95	Valor dez-10	ValorTotal dez-10
MetGerdau	GOAU4	0,12	2200	258,81	26,58	58.467,20
Gerdau	GGBR4	0,10	2500	259,18	22,53	56.315,00
Bco. Itau	ITUB4	0,57	400	227,14	38,67	15.468,00
Vale S.A.	VALE3	1,23	200	246,68	54,38	10.876,40
Confab	CNFB4	0,03	8000	265,36	5,94	47.552,80
Telesp	TLPP3	2,55	100	254,78	35,99	3.598,80
Petrobras	PETR4	0,53	500	264,70	26,55	13.276,50
Carteira				1.776,65		205.554,70
Selic Acum				1.776,66		22.376,82
Ind. Bovespa				1.776,66		28.641,46
IPCA				1.776,64		4.563,41

Fonte – Economatica

Tabela 16 – Rentabilidade das Ações Cíclicas

Conforme determinação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) menciona-se (adverte-se) que “A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura”. O investidor deve ter em mente que está exposto a riscos, e a volatilidade, e há possibilidade de perdas do capital investido.

A tabela 16 confirma que as hipóteses são verdadeiras.

4.2 – Carteira de Ações Defensivas

A carteira projetada foi composta por 7 ações listadas na bolsa de valores de

São Paulo (BM&F Bovespa). Foram escolhidas as firmas: Souza Cruz S.A., Eternit S.A., Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S. A., Telecomunicações de São Paulo S. A. Telesp, Banco do Brasil S. A., AES Tietê S. A., CTEEP – Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista.

São todas empresas boas pagadoras de dividendos e com ações na bolsa de valores com alta liquidez, todas com negócios diários no intervalo dos 11 anos. Foram escolhidas empresas do setor de cigarros e fumos, artefatos de amianto e cimento, distribuição de energia, telecomunicações, bancos e serviços de eletricidade. Essa diversificação foi no intuito de se minimizar riscos.

Aplicou-se o valor aproximado de R\$ 1.200,00, ajustados pelos lotes padrões de compra da Bovespa, em cada uma das empresas, como mostrado na tabela 17, em dezembro de 1999. O valor total da carteira era de R\$ 8.234,89.

A hipótese a ser avaliada é -- “H1 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de capitais (índice Bovespa)”.

Verifica-se pela tabela 17, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 164.485,00. E o valor aplicado em um fundo de investimento, passivo, que acompanhe o índice Bovespa, quando se aplica o mesmo valor da carteira projetada em dezembro de 1999, chegou-se a um valor de R\$ 33.391,32, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que os apresentados pelo fundo de investimento que acompanha o índice Bovespa.

Agora a hipótese a ser avaliada é -- “H2 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos índices de inflação (IPCA)”.

Verifica-se pela tabela 17, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 164.485,00. E atualizando o valor aplicado na carteira projetada de R\$ 8.234,89, em dezembro de 1999, pelo índice de inflação IPCA, chega-se a um valor de R\$ 16.567,09, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que o valor atualizado pelo índice de inflação IPCA.

A hipótese a ser avaliada é -- “H3 – A seleção de uma carteira de ações, diversificada, com ações de empresas com bons fundamentos e com ações com liquidez na bolsa, gera retornos acima dos obtidos pelo índice de mercado de renda fixa, representado pelo CDI”.

Verifica-se pela tabela 17, que em dezembro de 2010, o valor da carteira projetada era de R\$ 164.485,00. E o valor aplicado em um fundo de investimento, que acompanhe a taxa Selic, para o mesmo valor da carteira projetada em dezembro de 1999, chegou-se a um valor de R\$ 40.331,76, em dezembro de 2010.

A hipótese acima é verdadeira, o retorno apresentado pela carteira projetada é maior do que os apresentados pelo fundo de investimento que acompanha a taxa Selic.

MÊS	IPCA	Selic Ac	IBOV	CRUZ3	ETER3	ELPL5	TLPP4
dez-99	1588,56	509,41	17091,6	0,72497	0,33615	12,133	10,853
dez-00	1683,47	598,21	15259,2	0,5991	0,6533	10,652	7,2172
dez-01	1812,65	701,8	13577,5	1,1999	0,47815	9,4136	8,7781
dez-02	2039,78	836,36	11268,4	1,7456	0,81289	3,3584	10,839
dez-03	2229,49	1031,61	22236,3	3,3828	0,97067	9,4035	17,923
dez-04	2398,92	1199,21	26196,2	4,332	1,5529	9,5585	23,042
dez-05	2535,4	1427,66	33455,9	3,7716	1,6317	12,917	25,363
dez-06	2615,05	1642,91	44473	5,2787	3,7219	13,238	33,742
dez-07	2731,62	1838,02	63886	7,3362	4,4124	18,9	30,915
dez-08	2892,86	2067,43	37550	7,1903	3,7028	17,056	34,622
dez-09	3017,59	2272,71	68588	10,309	7,4348	26,675	35,562
dez-10	3195,89	2494,92	69304	17,09	11,304	30,5	38,171

Fonte – Economatica

Tabela 17 – Ações Defensivas x IBOV x Selic x IPCA I

MÊS	IPCA	Selic Ac	IBOV	BBAS3	GETI4	TRPL4
dez-99	1588,56	509,41	17091,6	1,4411	0,78031	1,9506
dez-00	1683,47	598,21	15259,2	1,0652	0,87135	2,3675
dez-01	1812,65	701,8	13577,5	1,961	1,283	2,3972
dez-02	2039,78	836,36	11268,4	1,9335	1,1397	2,5077
dez-03	2229,49	1031,61	22236,3	5,0687	1,3667	7,0031
dez-04	2398,92	1199,21	26196,2	7,3182	4,1707	7,7096
dez-05	2535,4	1427,66	33455,9	9,7988	6,5918	14,875
dez-06	2615,05	1642,91	44473	16,248	9,2938	17,728
dez-07	2731,62	1838,02	63886	23,884	11,009	26,342
dez-08	2892,86	2067,43	37550	12,168	11,11	31,805
dez-09	3017,59	2272,71	68588	26,403	16,882	42,943
dez-10	3195,89	2494,92	69304	29,758	22,425	50,711

Fonte – Economatica

Tabela 18 – Ações Defensivas x IBOV x Selic x IPCA II

O retorno da estratégia de investimento é calculado com base na seleção de uma carteira igualmente ponderada das empresas selecionadas no grupo em

análise. Considera-se uma estratégia de longo prazo (11 anos). Utiliza-se a estratégia *Buy-and-Hold*, ou seja, forma-se a carteira e mantém-se a posição pelo prazo estipulado (11 anos). Não há rebalanceamento antes deste prazo.

Ação	CodBovespa	Valor dez-99	Nº Ações	ValorTotal dez-99	Valor dez-10	ValorTotal dez-10
Souza Cruz	CRUZ3	0,72	1700	1.232,45	17,09	29.053,00
Eternit	ETER3	0,34	3600	1.210,14	11,30	40.694,40
Eletropaulo	ELPL5	12,13	100	1.213,30	30,50	3.050,00
Telesp	TLPP4	10,85	100	1.085,30	38,17	3.817,10
Bco. Brasil	BBAS3	1,44	800	1.152,88	29,76	23.806,40
AES Tiete	GETI4	0,78	1500	1.170,47	22,43	33.637,50
Tra. Paulista	TRPL4	1,95	600	1.170,36	50,71	30.426,60
Carteira				8.234,89		164.485,00
Selic Acum				8.234,89		40.331,76
Ind. Bovespa				8.234,89		33.391,32
IPCA				8.234,89		16.567,09

Fonte – Economatica

Tabela 19 – Rentabilidade das Ações Defensivas

Conforme determinação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) menciona-se (adverte-se) que “A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura”. O investidor deve ter em mente que esta exposto a riscos, e a volatilidade. E há possibilidade de perdas do capital investido.

A tabela 19 confirma que as hipóteses são verdadeiras.

5 - CONCLUSÕES

Este trabalho investigou a utilidade da Análise Fundamentalista para a seleção de carteiras de investimentos em ações. Demonstrou-se que mesmo sob as características específicas do mercado e do regime contábil e financeiro brasileiro, as estratégias de investimento baseadas em informações dos fundamentos das empresas são úteis para a seleção de carteiras que gerem retornos significativos, excedentes à média do mercado financeiro.

A investigação selecionou amostra de empresas, formando-se uma carteira, em dois conjuntos: uma carteira que representam empresas classificadas de tipologia cíclica e empresas classificadas de tipologia defensivas, em relação à média do mercado.

A carteira de ações de empresas cíclicas, projetada com sete ações listadas na BOVESPA, entregou um rendimento anual médio de 37,26%, em um intervalo de 15 anos, descontando a inflação anual média de 6,49%, chegamos a um rendimento real anual médio de 28,89%.

A carteira de ações de empresas defensivas, projetada com sete ações listadas na BOVESPA, entregou um rendimento anual médio de 34,91%, em um intervalo de 11 anos, descontando a inflação anual média de 7,24%, chegamos a um rendimento real anual médio de 25,80%.

Isso comprova as hipóteses, de que tanto uma carteira de ações cíclicas bem como uma outra carteira de ações defensivas, diversificadas, em um intervalo acima de 10 anos, entregam rendimentos superiores a uma carteira espelhada no índice BOVESPA. Os rendimentos também são superiores comparando com um investimento em renda fixa.

Foi apresentado neste trabalho, que no longo prazo, as ações, ativos de renda variável, são mais rentáveis do que os investimentos em renda fixa, por exemplo, a poupança, depósito a prazo, CDB.

Vale salientar que a investigação efetuada neste trabalho restringe-se à avaliação da possibilidade da utilização da Análise Fundamentalista para a seleção de carteiras de investimento que resultem em retornos excedentes à média do mercado financeiro.

A análise de balanços pode ser aplicada com outros objetivos, como análise de performance, avaliação de crédito, análise de liquidez e rentabilidade, entre outras, que não foram aqui investigadas.

A renda variável, no nosso estudo feito com investimentos em ações de empresas com situação financeira forte, e com ações com alta liquidez na BOVESPA. Em prazos acima de 10 anos, comprovou-se ser um investimento com rendimentos muito superior a outros. Porém, deve-se suportar a volatilidade dos preços das ações, no curto prazo.

Como limitação dessa pesquisa indicamos que a abordagem utilizada foi feita a partir de um perfil de investidor pessoa física, não contemplando outras abordagens que poderiam ser dadas como a partir de corretoras ou empresas de investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABE, M. **Manual de Análise Técnica**. São Paulo: Novatec, 2009.
- ARIELY, D. **Previsivelmente Irracional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ARNOLD, G. **Os Grandes Investidores**. São Paulo: Saraiva, 2011.
- ASSAF NETO, A.; AMBROZINI, M.A.; LIMA, F.G. **Dividendos: Teoria e Prática**. Ribeirão Preto (SP): Inside Books, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BARBER, B.; ODEAN, T. **Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors**. *Journal of Finance*. v. 55, p. 773-806, 2000.
- BUFFETT, M.; CLARK, D. **Warren Buffett e a Análise de Balanços**. Rio de Janeiro: Sextante, 2010.
- BUFFETT, M.; CLARK, D. **O Tao de Warren Buffett**. Rio de Janeiro: Sextante, 2007.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.
- BRUM, C.A.H. **Aprenda a Investir em Ações e a Operar na Bolsa Via Internet**. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2006.
- COLLIS, J. ; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: Um Guia Prático para Alunos de Graduação e Pós-Graduação**. 2ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation**. 2ª Ed. New York: John Wiley and Sons, 2002.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualimark, 1999.
- DAMODARAN, A. **Investment Fables: Exposing the Myths of “Can’t Miss” Investment Strategies**. London: Pearson Education, 2004.
- DAMODARAN, A. **The Little book of Valuation**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2011.
- FERREIRA, V. R. M. **A Cabeça do Investidor**. São Paulo: Évora, 2011.
- GODOY, J.; MEDINA, L. G.; GAZEL JR., M. A. **Investindo em Ações**. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

- GORDON, M.J. **Optimal Investment and Financing Policy**. The Journal of Finance. V. 18; n. 2; p. 264-272, may 1963.
- GRAHAM, B. **The Intelligent Investor**. New York: Collins Business, 1973.
- GRAHAM, B. **O Investidor Inteligente**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.
- GRAHAM, B. ; DODD, D. L. **Security Analysis**. 3ª Ed. New York: McGraw-Hill, 1951.
- GREENWALD, B. C.; KAHN, J. **Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond**. New York: Wiley Finance, 2001.
- HAGSTROM, R. G. **O Jeito Warren Buffett de Investir**. São Paulo: Saraiva, 2008.
- HALFELD, M.; TORRES, F.F.L. **Finanças Comportamentais: Aplicações no Contexto Brasileiro**. Revista de Administração de Empresas, p. 64-71, abr./jun.2001.
- HELLER, R. **Entenda e Ponha em Prática as Ideias de Warren Buffett**. São Paulo: Publifolha, 2008.
- JACOBÉ, D. **In U.S., 54% Have Stock Market Investments, Lowest Since 1999**. Disponível em: <http://www.gallup.com>, 20.04.2011.
- LYNCH, P.; ROTHCHILD, J. **O Jeito Peter Lynch de Investir(One Up on Wall Street)**. São Paulo: Saraiva, 2011.
- KAHNEMAN, D. **Thinking Fast and Slow**. London: Penguin Books, 2011.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKI, A. **Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk**. Econometrica, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.
- KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.
- KOTHARI, S. P. **Capital Markets Research in Accounting**. Journal of Accounting and Economics 31, p. 105-231, 2001.
- MARTINS, G. A. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 2000.
- MATSURA, E. **Análise Técnica na Prática**. São Paulo: Saraiva, 2011.
- NOFSINGER, J. R. **A Lógica do Mercado de Ações (Como os Investidores podem Ganhar Mais)**. 2ª Ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2010.
- OZORIO, L. M.; OZORIO, D. M. **Análise Fundamentalista**. Rio de Janeiro: Publit Soluções Editoriais, 2009.

- SHEFRIN, H.; STATMAN, M. **The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence**. *Journal of Finance*. v. 40, p. 777-790, 1985.
- SHEFRIN, H.; STATMAN, M. **Behavioral Portfolio Theory**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 35, p. 127-151, 2000.
- SHEFRIN, H.; THALER, R. **An Economic Theory of Self-Control**. *Journal of Political Economy*. v. 89, p. 392-406, 1981.
- PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3ª. Ed. São Paulo: Cengage, 2010.
- PADOVEZE, C.L. **Controladoria Estratégica e Operacional**. 2ª Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.
- PADOVEZE, C.L. **Introdução à Administração Financeira**. São Paulo: Ed Thomson, 2005.
- PINHEIRO, J.L. **Mercado de Capitais**. 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- PIOTROSKI, J.D. **Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers**. *Journal of Accounting Research* 38, p. 1-41, 2000.
- ROESCH, S. M. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- SIEGEL, J. J. **Stocks for the Long Run**. 4ª Ed. New York: McGraw-Hill, 2008.
- SLATER, R. **Estratégias de Investimento de George Soros**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998.
- STATMAN, M. **Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements**. *Financial Analysts Journal*. November/December, p. 18-27, 1999.
- TALEB, N. N. **A Lógica do Cisne Negro (O Impacto do Altamente Improvável)**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: BestSeller, 2011.
- VIANNA, W.L. **Decisão de Investimento em Ações: Estudo de Caso da Aplicabilidade dos Modelos de Precificação e Estratégias de Investimento**. Dissertação de Mestrado. Unimep, 2007.
- YIN, R. K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 4ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.